

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДВНЗ «УЖГОРОДСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ»

Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису

ЩОКА СТАНІСЛАВ ВАСИЛЬОВИЧ

УДК 342.951-042.2(477):347.72.031+347.728:

ДИСЕРТАЦІЯ

**АДМІНІСТРАТИВНО-ПРАВОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЗАХИСТУ ПРАВ
ЕМІТЕНТІВ ТА АКЦІОНЕРІВ: ПОРІВНЯЛЬНО-ПРАВОВИЙ АНАЛІЗ**

12.00.07 – адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне
право

Подається на здобуття наукового ступеня **кандидата юридичних наук**

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ **С. В. Щока**

Науковий керівник – **Заборовський Віктор Вікторович**, доктор юридичних
наук, професор

Ужгород – 2024

АНОТАЦІЯ

Щока С. В. Адміністративно-правове забезпечення захисту прав емітентів та акціонерів: порівняльно-правовий аналіз. – *Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.*

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук за спеціальністю 12.00.07 – адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне право. – Ужгородський національний університет, Міністерства освіти і науки України. Ужгород, 2024.

Дисертаційна робота, яка лягла в основу анотації, представляє собою ґрунтовне дослідження, присвячене аспектам адміністративно-правового забезпечення захисту прав емітентів та акціонерів на ринку цінних паперів. Робота здійснює порівняльно-правовий аналіз механізмів забезпечення адміністративно-правового захисту прав емітентів та акціонерів, акцентуючи увагу на ефективних практиках та виявленні потенційних проблемних аспектів.

Значна увага приділяється системі адміністративно-правового регулювання, повноваженням спеціалізованих регуляторів в Україні, а також впливу міжнародного досвіду на формування вітчизняної правової системи. Автор аналізує комплексний аспект адміністративно-правового забезпечення в контексті інтеграції України в міжнародний фінансовий простір, з особливим акцентом на регулювання ринку цінних паперів, історичний контекст, сучасні тенденції, виклики та майбутні перспективи розвитку.

Велика увага приділена важливості гармонізації законодавства для інвестиційної привабливості, стабільності ринку цінних паперів та захисту емітентів та акціонерів, як одних із учасників ринку. Автором проводиться ретельний аналіз поточного стану регуляторів адміністративно-правового забезпечення та можливості їх удосконалення, вивчаючи порівняльні аспекти адміністративно-правового забезпечення в Україні та інших країнах, виявляючи ключові відмінності і практики, що можуть бути використані для покращення української моделі регулювання.

Проблема адміністративного оскарження рішень органів державної влади на ринку цінних паперів розглядається як один із можливих способів захисту емітента, з особливим фокусом на європейський досвід та правові процедури оскарження. Окремо автор вивчає проблеми андеррайтингу на українському ринку цінних паперів та розробляє пропозиції щодо їх вирішення, включаючи створення незалежного регулятивного органу на державному рівні та введення системи «андеррайтерського рейтингу».

Дисертація проводить глибокий аналіз адміністративно-правового регулювання в сфері акціонерних відносин, з особливим фокусом на розробку та впровадження механізмів захисту прав та інтересів акціонерів. Ретельно аналізуються чинні правові норми та принципи, що керують діяльністю акціонерних товариств в Україні та інших країнах, приділяючи значну увагу механізмам обов'язкового викупу акцій та праву на незгоду з рішеннями загальних зборів.

Також звертається увага на вивчення механізмів колективних (непрямих) позовів, розглядаючи різні підходи до їх визначення та застосування в Україні, а також порівнюючи з міжнародною практикою. В дослідженні розкриваються ключові особливості колективних позовів, їх роль у захисті прав великих груп акціонерів, а також особливості їх впровадження в адміністративному праві. Увага приділяється аналізу нормативної бази, судової практики та проблематики, яка виникає у процесі реалізації колективних позовів, з акцентом на їх ефективності в контексті управління та розвитку інвестиційного клімату в Україні.

Дане дослідження вносить вагомий вклад у розвиток адміністративно-правового забезпечення захисту прав емітентів та акціонерів на ринку цінних паперів в Україні. Через комплексний аналіз національного та міжнародного досвіду робота виявляє ключові проблеми та пропонує ефективні механізми їх вирішення, сприяючи гармонізації законодавства, підвищенню інвестиційної привабливості та зміцненню захисту прав учасників ринку цінних паперів в Україні. Цей вклад є незамінним для науковців, юристів, а також для розробників

законодавства, спрямований на подальше удосконалення адміністративно-правового регулювання в цій важливій сфері.

Ключові слова: адміністративно-правове регулювання, захист прав емітентів, захист прав акціонерів, регулятори адміністративно-правового забезпечення, ринок цінних паперів, регулювання ринку цінних паперів, порівняльно-правовий аналіз.

СПИСОК НАУКОВИХ ПУБЛІКАЦІЙ ЗА ТЕМОЮ ДОСЛІДЖЕННЯ

Статті у фахових вітчизняних та зарубіжних наукових виданнях:

1. Щока С. В. Непрямі позови як процесуальна форма захисту прав та інтересів міноритарних акціонерів: порівняльно-правовий аналіз із країнами ЄС. *Порівняльно-аналітичне право*. 2017. №2. С. 268-270.

2. Щока С. В. Емітент як учасник ринку цінних паперів: порівняльно-правовий аналіз із країнами Європи. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2018. Випуск 50. С.111-115.

3. Щока С. В. Державне регулювання ринку цінних паперів (порівняльний аналіз з країнами Європи). *Порівняльно-аналітичне право*. 2018. №1. С. 123-125. URL: <https://pap-journal.in.ua/wp-content/uploads/2020/08/Porivnyalno-analitichne-pravo-1-2018-1.pdf#page=123>

4. Щока С. В. Захист прав та інтересів акціонерів в Україні та Європі за допомогою органів правління товариства. *Порівняльно-аналітичне право*. 2018. №6. С. 143-146. URL: http://pap-journal.in.ua/wp-content/uploads/2020/08/PAP_6_2018.pdf

5. Щока С. В. Оскарження емітентом дій органів державної влади в Україні та Європі. *Visegrad Journal on Human Rights*. 2019 №2 (volume 1). P. 194-198.

6. Щока С. В. Роль та значущість наглядової ради в акціонерних товариствах на основі міжнародних стандартів корпоративного управління.

Аналітично-порівняльне правознавство. 2023. №5. С. 267-270. URL: <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2023.05.47>

7. Щока С. В. Правове регулювання статусу акціонерів у корпоративному управлінні України: аналіз ключових аспектів та викликів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2024. Випуск №81 (1). С. 322-325. URL: <https://doi.org/10.24144/2307-3322.2024.81.1.51>

Публікації, що засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

8. Щока С. В. Характеристика цивільно-правового механізму захисту прав та інтересів акціонерів за допомогою органів правління. *Реформування законодавства і державних інституцій: досягнення, недоліки та перспективи*: матеріали міжнар. юрид. наук.-практ. конф.: тези наук. доповідей. (м. Київ, 30 травня 2019 р.). Київ. 2019. С. 103-106.

9. Щока С. В. Сутність емітента з позиції вітчизняного законодавства та законодавств окремих країн Європи. *Соціально-гуманітарний вісник: зб. наук. пр.* (м. Харків, 27 травня 2019 р.): Випуск 26-27. 2019. С. 140-141.

10. Щока С. В. Захист прав та інтересів емітентів через механізм оскарження рішень та дій органів державної влади. *Сучасний рух науки*: тези доп. VII міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (м. Дніпро, 6-7 червня 2019 р.). Дніпро, 2019. С. 1915-1919.

11. Щока С. В. Дослідження органів державного регулювання на ринку цінних паперів. *Фундаментальні та прикладні дослідження: сучасні науково-практичні рішення і підходи. Міждисциплінарні перспективи*: статті учасників IV-ї Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Банська Бистриця, м. Баку, м. Ужгород, м. Херсон, м. Кривий Ріг, 27 червня 2019 р.). Кривий Ріг: Посвіт, 2019. С. 317-319.

12. Щока С. В. Особливості захисту прав та інтересів міноритарних акціонерів за допомогою непрямого позову. *Право як інструмент стійкості та розвитку в умовах сучасних цивілізаційних викликів*: матеріали XV міжнародної

науково-практичної конференції (м. Ужгород, 27 квітня 2023 р.): Частина I. Львів-Торунь: Liha-Pres, 2023. С. 211-214.

SUMMARY

Shchoka S.V. Administrative and legal provision for the protection of rights of issuers and shareholders: a comparative legal analysis. – *Qualifying scientific work on the rights of the manuscript.*

Dissertation for the degree of Candidate of Legal sciences in the field of 12.00.07 – administrative law and process; financial law; information law. – Uzhhorod National University, Ministry of Education and Science of Ukraine. Uzhhorod, 2024.

The dissertation work that underpins the annotation represents a thorough research dedicated to the aspects of administrative and legal provisions for the protection of rights of issuers and shareholders in the securities market. The work conducts a comparative legal analysis of the mechanisms for ensuring administrative and legal protection of the rights of issuers and shareholders, focusing attention on effective practices and identifying potential problem aspects.

Significant attention is given to the system of administrative and legal regulation, the powers of specialized regulators in Ukraine, as well as the impact of international experience on the formation of the national legal system. The author analyzes the comprehensive aspect of administrative and legal provision in the context of Ukraine's integration into the international financial space, with a special emphasis on the regulation of the securities market, historical context, current trends, challenges, and future development prospects.

Great attention is paid to the importance of legislation harmonization for investment attractiveness, market stability, and the protection of issuers and shareholders as market participants. The author conducts a meticulous analysis of the current state of administrative and legal provision regulators and the possibilities for their improvement, examining comparative aspects of administrative and legal

provision in Ukraine and other countries, identifying key differences and practices that could be used to improve the Ukrainian regulatory model.

The problem of administrative appeal against decisions of state authorities in the securities market is considered as one of the possible ways to protect the issuer, with a special focus on European experience and legal appeal procedures. Separately, the author studies the problems of underwriting in the Ukrainian securities market and develops suggestions for their resolution, including the creation of an independent regulatory body at the state level and the introduction of an «underwriter rating» system.

The dissertation conducts a deep analysis of administrative and legal regulation in the field of shareholder relations, with a special focus on the development and implementation of mechanisms to protect the rights and interests of shareholders. Current legal norms and principles governing the activities of joint-stock companies in Ukraine and other countries are carefully analyzed, paying significant attention to mechanisms for the mandatory buyout of shares and the right to dissent from general meeting decisions.

Attention is also paid to the study of collective (indirect) lawsuit mechanisms, considering various approaches to their definition and application in Ukraine, as well as comparing with international practice. The study reveals the key features of collective lawsuits, their role in protecting the rights of large groups of shareholders, and the peculiarities of their implementation in administrative law. The analysis focuses on the normative base, judicial practice, and the issues arising in the process of implementing collective lawsuits, with an emphasis on their effectiveness in the context of investment climate management and development in Ukraine.

This research makes a significant contribution to the development of administrative and legal provision for the protection of rights of issuers and shareholders in the securities market in Ukraine. Through a comprehensive analysis of national and international experience, the work identifies key problems and proposes effective mechanisms for their solution, contributing to the harmonization of legislation, enhancing investment attractiveness, and strengthening the protection of

market participants' rights in Ukraine. This contribution is invaluable for scientists, lawyers, and lawmakers, aimed at further improving administrative and legal regulation in this important area.

Keywords: *administrative and legal regulation, protection of issuers' rights, protection of shareholders' rights, regulators of administrative and legal provision, securities market, regulation of the securities market, comparative legal analysis.*

LIST OF SCIENTIFIC PUBLICATIONS BY RESEARCH TOPIC

Articles in professional domestic and foreign scientific publications:

1. Shchoka S. V. Indirect actions as a procedural form of protection of rights and interests of minority shareholders: a comparative legal analysis with EU countries. *Comparative-Analytical Law*. 2017. No. 2. P. 268-270.

2. Shchoka S. V. The issuer as a participant in the securities market: a comparative legal analysis with European countries. *Scientific Herald of Uzhhorod National University. Series Law*. 2018. Issue 50. P.111-115.

3. Shchoka S. V. State regulation of the securities market (comparative analysis with European countries). *Comparative-Analytical Law*. 2018. No. 1. P. 123-125. URL: <https://pap-journal.in.ua/wp-content/uploads/2020/08/Porivnyalno-analitichne-pravo-1-2018-1.pdf#page=123>

4. Shchoka S. V. Protection of rights and interests of shareholders in Ukraine and Europe through the management bodies of the company. *Comparative-Analytical Law*. 2018. No. 6. P. 143-146. URL: http://pap-journal.in.ua/wp-content/uploads/2020/08/PAP_6_2018.pdf

5. Shchoka S. V. Challenging the actions of state authorities by an issuer in Ukraine and Europe. *Visegrad Journal on Human Rights*. 2019 No. 2 (volume 1). P. 194-198.

6. Shchoka S. V. The role and significance of the supervisory board in joint-stock companies based on international corporate governance standards. *Analytical-*

Comparative Jurisprudence. 2023. No. 5. P. 267-270. URL: <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2023.05.47>

7. Shchoka S. V. Legal regulation of the status of shareholders in corporate governance in Ukraine: analysis of key aspects and challenges. *Scientific Herald of Uzhhorod National University. Series Law*. 2024. Issue No. 81 (1). P. 322-325. URL: <https://doi.org/10.24144/2307-3322.2024.81.1.51>

Publications certifying the approbation of dissertation materials:

8. Shchoka S. V. Characteristics of the civil-law mechanism for protecting the rights and interests of shareholders through governance bodies. *Reforming legislation and state institutions: achievements, shortcomings, and perspectives: materials of the international legal scientific-practical conference: abstracts of scientific reports*. (Kyiv, 30 May 2019). Kyiv. 2019. P. 103-106.

9. Shchoka S. V. The essence of the issuer from the perspective of domestic legislation and the legislation of certain European countries. *Social and Humanitarian Bulletin: collection of scientific works* (Kharkiv, 27 May 2019): Issue 26-27. 2019. P. 140-141.

10. Shchoka S. V. Protection of the rights and interests of issuers through the mechanism of appealing decisions and actions of state authorities. *Modern movement of science: abstracts of the VII international scientific-practical internet conference* (Dnipro, 6-7 June 2019). Dnipro, 2019. P. 1915-1919.

11. Shchoka S. V. Research of state regulation bodies in the securities market. *Fundamental and applied research: modern scientific-practical solutions and approaches. Interdisciplinary perspectives: articles by participants of the IV International Scientific-Practical Conference* (cities of Banská Bystrica, Baku, Uzhgorod, Kherson, Kryvyi Rih, 27 June 2019). Kryvyi Rih: Posvit, 2019. P. 317-319.

12. Shchoka S. V. Features of protecting the rights and interests of minority shareholders through an indirect lawsuit. *Law as a tool for stability and development in the conditions of modern civilizational challenges: materials of the XV international*

scientific-practical conference (Uzhhorod, 27 April 2023): Part I. Lviv-Torun: Liha-Pres, 2023. P. 211-214.

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ	13
ВСТУП	14
РОЗДІЛ 1. УЧАСНИКИ ПРАВОВІДНОСИН ЩОДО РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: АДМІНІСТРАТИВНО-ПРАВОВИЙ СТАТУС	24
1.1. Загальнотеоретична характеристика регуляторів ринку цінних паперів.....	24
1.2. Поняття та компетенція емітентів як учасників адміністративно-правового регулювання ринку цінних паперів.....	41
1.3. Адміністративно-правове забезпечення прав та обов'язків акціонерів як учасників ринку цінних паперів.....	56
Висновки до розділу 1.....	77
РОЗДІЛ 2. АДМІНІСТРАТИВНО-ПРАВОВИЙ ЗАХИСТ ПРАВ ТА ІНТЕРЕСІВ ЕМІТЕНТІВ ЯК УЧАСНИКІВ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПОРІВНЯЛЬНО-ПРАВОВИЙ АНАЛІЗ	80
2.1. Повноваження регуляторів ринку цінних паперів у сфері захисту емітентів.....	80
2.2. Оскарження рішень органів державної влади як елемент захисту прав та інтересів емітентів.....	98
2.3. Правова природа та відповідальність андеррайтерів в рамках адміністративно-правового забезпечення захисту емітентів	113
Висновки до розділу 2.....	132
РОЗДІЛ 3. АДМІНІСТРАТИВНО-ПРАВОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЗАХИСТУ ПРАВ ТА ІНТЕРЕСІВ АКЦІОНЕРІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПОРІВНЯЛЬНО-ПРАВОВИЙ АНАЛІЗ	134
3.1. Повноваження регуляторів у сфері адміністративно-правового забезпечення захисту акціонерів.....	134
3.2. Захист акціонерів за допомогою колективного (непрямого) позову.....	156

Висновки до розділу 3.....	172
ВИСНОВКИ.....	174
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	178
ДОДАТКИ.....	202

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

У цій роботі скорочення вживаються у такому значенні:

ЄС	Європейський Союз
НКЦПФР	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
НБУ	Національний банк України
АМК	Антимонопольний комітет
СРО	Саморегулюючі організації
ПАТ	Публічне акціонерне товариство
ЗАТ	Закрите акціонерне товариство
ПрАТ	Приватне акціонерне товариство
ОЕСР	Організація економічного співробітництва розвитку
ТОВ	Товариство з обмеженою відповідальністю

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. На теперішній час в Україні, яка перебуває на шляху євроінтеграції та реформування свого фінансового сектору, питання адміністративно-правового забезпечення захисту прав емітентів і акціонерів набуває особливої ваги. Ефективний захист прав емітентів та акціонерів на ринку цінних паперів є критично важливим для підвищення прозорості, стабільності фінансових ринків та залучення іноземних інвестицій. Це вимагає глибокого аналізу існуючих механізмів захисту прав, адаптації національного законодавства до міжнародних стандартів.

Актуальність дослідження полягає у необхідності порівняльно-правового аналізу адміністративно-правових механізмів захисту прав емітентів і акціонерів, що включає в себе вивчення та оцінку різноманітних міжнародних моделей та практик. Цей процес не лише дозволяє ідентифікувати найефективніші інструменти та методи захисту, але й визначити їх оптимальне врегулювання у нормативно-правових актах. Такий підхід має на меті не тільки теоретичне дослідження, але й практичне впровадження рекомендацій, що сприятиме підвищенню рівня захисту прав вищевказаних учасників ринку цінних паперів в Україні.

Важливим аспектом актуальності є потреба в удосконаленні процедур андеррайтингу та адміністративного оскарження, елементи цих процедур критично вагомі для забезпечення прозорості та високої продуктивності на ринку цінних паперів, що, у свою чергу, сприяє привабленню інвестицій. Впровадження передових міжнародних практик та оптимізація вказаних процесів дозволять створити міцнішу основу для стабілізації ринку цінних паперів України та збільшення національних та міжнародних інвестицій. Дослідження не тільки виявляє поточні прогалини в адміністративно-правовому регулюванні, але й пропонує конкретні шляхи їх подолання, спрямовані на підвищення ефективності і стабільності ринкових відносин.

У контексті дослідження було проведено комплексний аналіз правових інструментів, ключових для вирішення спорів в управлінні акціонерними товариствами, при впровадженні механізмів захисту прав акціонерів, серед яких особливе місце займають колективні (непрямі) позови, спрямовані на зміцнення правового поля та захист акціонерів. Водночас, приділяється увага розробці та аналізу освітніх програм для незалежних директорів, щоб підвищити їх професійний рівень і кваліфікацію, що є критично важливим для ефективного управління та реалізації передових управлінських практик у товариствах. Подальший аналіз показав, що такий комплексний підхід не тільки сприяє глибшому розумінню існуючих правових механізмів захисту акціонерів, але й відкриває шляхи для адаптації законодавства до вимог сучасності з огляду на ефективність та прозорість управління. Значна увага приділена дослідженню можливостей удосконалення адміністративно-правового регулювання для колективних (непрямих) позовів, що має забезпечити ефективний захист прав акціонерів у разі порушень їхніх групових інтересів, сприяючи тим самим формуванню більш стійкого та прозорого інвестиційного середовища в акціонерних товариствах і збільшенню їх інвестиційної привабливості.

Різні аспекти організації та діяльності теми дослідження розглядалися багатьма науковцями, серед яких: М. С. Міщук, Р. С. Бутко, А. М. Вихристюк, О. О. Калюга, О. П. Близнюк, І. Л. Шевчук, Ю. В. Раделицький, О. І. Онуфрієнко, В. І. Полюхович, О. К. Вишняков, І. П. Яновська, Н. В. Рикова, О. А. Сьомченков, П. М. Пальчук, І. Кудлак, І. П. Шульга, О. Л. Соколенко, Ю. П. Битяк, М. В. Лошицький, К. О. Маслова-Юрченко, О. О. Овдієнко, Ч. Ньярі, К. Д. Драгош, М. Свора, А. Скочилас, Н. Д. Урсел, Л. Чжун, А. Кернецький, Д. С. Січко, А. Сороченко, О. В. Паплик, Я. М. Романюк, Я. М. Майстренко, Ю. В. Білоусов, Л. А. Островська, Б. Гавел, Й. Ласак, В. Пігера, І. Штенглова, П. Г. Ліндблом, П. Ларссон та інші.

Роботи вищевказаних вчених заклали основу для глибокого розуміння проблематики, виявили ключові виклики та можливості для удосконалення правового регулювання в цій сфері. Однак, незважаючи на значний внесок вже

зроблених досліджень, залишаються прогалини, зокрема у контексті порівняльного аналізу та адаптації міжнародних практик до умов України. Тому ця дисертаційна робота має на меті не лише систематизувати наявні знання, але й запропонувати конкретні рекомендації щодо впровадження адміністративно-правових інструментів, які б сприяли ефективнішому захисту прав емітентів і акціонерів. Ці інструменти включають розробку чітких процедур для вирішення спорів, забезпечення більшої прозорості діяльності емітентів, а також впровадження ефективних засобів контролю за дотриманням прав акціонерів.

У контексті актуальності дослідження, збільшення глобалізації та потреби відповідати міжнародним нормам, ми зосередили увагу на вивченні гармонізації законодавства України з міжнародними вимогами. Така адаптація є критично важливою для підвищення конкурентоспроможності національного ринку цінних паперів на фоні зусиль, що направлені на інтеграцію України у світову фінансову систему. В ході дослідження ми не лише ідентифікували і проаналізували потенційні прогалини у захисті прав емітентів і акціонерів, але й запропонували стратегічні напрямки для удосконалення національної нормативної бази. Це дозволило глибше зрозуміти міжнародний досвід та адаптувати його до українських реалій, що сприяє створенню позитивного інвестиційного клімату і залученню інвестицій у ринок цінних паперів України.

Актуальність дослідження проявляється також у відповіді на виклики, що виникають у зв'язку з воєнним станом та воєнною агресією, а саме у необхідності адаптувати регуляторне середовище для забезпечення стабільності на ринку цінних паперів. Це включає реформування нормативно-правової бази з метою захисту національного ринку цінних паперів через встановлення обмежень для емітентів з країн з високим рівнем ризику, спрямоване на зниження ризиків та підтримку стабільного економічного зростання в умовах нестабільності.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження виконано в межах плану науково-дослідної роботи кафедри адміністративного, фінансового та інформаційного права Державного вищого навчального закладу «Ужгородський національний університет» у межах

наукової теми: «Європеїзація публічного права України в контексті виконання умов приєднання до ЄС: рушії, впливи, виклики війни» (номер державної реєстрації 0123U102651).

Тема дисертації затверджена рішенням Вченої ради юридичного факультету Державного вищого навчального закладу «Ужгородський національний університет» (протокол № 3 від 24 березня 2015 р., уточнено – протокол № 11 від 19 листопада 2018 р.). У 2024 році тему було уточнено на засіданні Вченої ради Державного вищого навчального закладу «Ужгородський національний університет» (протокол № 2 від 30 січня 2024 р.).

Об'єктом дослідження є суспільні відносини, що пов'язані із захистом прав емітентів та акціонерів.

Предметом дослідження є адміністративно-правове забезпечення захисту прав емітентів та акціонерів, а також їх порівняльно-правовий аналіз з іншими країнами.

Мета і завдання дослідження. Дослідження спрямоване на комплексний аналіз адміністративно-правового регулювання ринку цінних паперів через призму захисту прав емітентів та акціонерів. *Метою* є виявлення актуальних тенденцій, проблем, можливостей та створення різноманітних варіантів і порад, які мають на меті підвищення ефективності адміністративно-правового забезпечення для надійного захисту прав учасників ринку.

Для досягнення зазначеної мети в дисертації вирішувалися наступні теоретичні та практичні *завдання*:

– проаналізувати існуючий стан адміністративно-правового регулювання ринку цінних паперів в Україні з порівнянням його узгодженості згідно з міжнародними стандартами та встановленням необхідності щодо внесення покращень;

– вивчити підходи іноземних країн у контексті адміністративно-правового регулювання ринку цінних паперів з метою виявлення оптимальних стратегій, придатних для імплементації в Україні;

- дослідити вплив емітентів на стабільність і розвиток ринку цінних паперів в Україні, виявити основні проблеми та бар'єри для їх інтеграції в міжнародні ринки;

- окреслити рамки міжнародних та національних стандартів адміністративно-правового регулювання щодо розкриття інформації емітентами та захисту їх прав;

- встановити значення діяльності регуляторів у захисті прав емітентів, з особливою увагою щодо контролю за ризиками, які виникають у процесі діяльності емітентів;

- вивчити механізми адміністративного оскарження і андеррайтингу на ринку цінних паперів, включно з аналізом законодавства та міжнародного досвіду, а також визначити їх вплив на захист прав емітентів;

- дослідити практику застосування колективних (непрямих) позовів, оцінити захист прав акціонерів за їх використання, а також порівняти українське законодавство з міжнародними нормами та ідентифікувати проблеми в цій сфері;

- охарактеризувати механізм захисту прав акціонерів через можливу модернізацію правових норм і підходів судової практики;

- синтезувати отримані результати для формулювання комплексних рекомендацій та пропозицій щодо впровадження міжнародних практик для покращення адміністративно-правового забезпечення захисту емітентів та акціонерів в Україні.

Методи дослідження. Для досягнення визначеної мети та ефективного вирішення встановлених завдань у дослідженні була застосована система взаємопов'язаних загальнонаукових та спеціалізованих методів. Під час дослідження були використані, зокрема, порівняльно-правовий метод, аналітичний метод, метод експертних оцінок, історико-правовий метод та інші. За допомогою порівняльно-правового методу проводиться вивчення та порівняння практик регуляторів адміністративно-правового забезпечення щодо захисту прав емітентів та акціонерів в окремих країнах, і дозволяє ідентифікувати ефективні підходи та механізми, які можуть бути запропоновані

для удосконалення чи впровадження в українському законодавстві (розділи 1, 2 і 3). Аналітичний метод використовується для глибокого аналізу нормативно-правової бази, літератури, судової практики та інших джерел, які сприяють виявленню ключових аспектів та тенденцій у адміністративно-правовому забезпеченні захисту прав та емітентів та акціонерів (підрозділи 1.1, 1.2, 2.2). Метод експертних оцінок використовується для збору та аналізу думок професіоналів, що сприяє отриманню глибоких знань про ефективність існуючих механізмів захисту та можливості їх удосконалення (підрозділи 1.3, 2.1, 2.3). Історико-правовий метод полягає у детальному вивченні досвіду інших країн, де подібні правові інститути були запроваджені значно раніше, або там, де вони з'явилися відповідно до сучасних викликів та потреб. Детальний аналіз історичного розвитку правових рамок у окремих країнах дозволяє ідентифікувати та порівняти основні етапи законодавчих змін, вплив міжнародних стандартів, а також відслідковувати еволюцію правової думки щодо захисту інтересів емітентів та акціонерів (підрозділи 2.3, 3.2).

Теоретичною основою дисертації, з урахуванням багатогранності її теми, стали праці вітчизняних та зарубіжних науковців у галузях адміністративного права, корпоративного права, господарського права, цивільного права, а також інших галузей, які мають відношення до теми дослідження. *Нормативна база* дослідження включає законодавство України й законодавства ряду зарубіжних країн, зокрема Польщі, Чехії, Словаччини, Литви, Словенії, Румунії, Німеччини, Франції, Великої Британії, Сполучених Штатів Америки та інших іноземних джерел. *Емпірична основа* дослідження базується на використанні практики, що включає офіційно опубліковані матеріали судових рішень, ухвал та постанов Верховного Суду, адміністративних судів України у інших інстанціях, а також досвід іноземних судів у необхідних для цього випадках.

Наукова новизна отриманих результатів полягає в тому, що дисертація є одним із перших у вітчизняній науці спеціальним комплексним, системним дослідженням адміністративно-правового забезпечення захисту прав емітентів та акціонерів, що включає порівняльно-правовий аналіз з метою ідентифікації

найбільш ефективних механізмів захисту. Наукова новизна дослідження полягає не тільки у своїй унікальності, але й у конкретизації одержаних результатів, які спрямовані на покращення вітчизняної практики. Дослідження вносить вагомий вклад у розвиток юридичної науки за допомогою нових та удосконалених висновків, положень та пропозицій, а саме:

вперше:

- реалізовано комплексний теоретико-прикладний підхід до аналізу системи адміністративно-правового регулювання ринку цінних паперів в Україні, що включає виявлення існуючих прогалин та розробку рекомендацій для їх усунення, зосереджуючись на захисті прав емітентів та акціонерів;

- проведено порівняльно-правове вивчення повноважень регуляторів адміністративно-правового забезпечення захисту прав емітентів та акціонерів в Україні та зарубіжних країнах;

- сформульовано концепцію впровадження системи «андеррайтерського рейтингу» в Україні, яка сприятиме підвищенню довіри та прозорості на ринку при використанні послуг андеррайтерів;

- розроблено нову методологію оцінки ефективності колективних (непрямих) позовів, засновану на критеріях юридичної значущості, фінансової ефективності та оперативності вирішення спорів, для оцінки захисту прав акціонерів.

удосконалено:

- розуміння характеру та змісту повноважень емітентів у стабілізації та розвитку національного ринку цінних паперів, що сприяє кращому розумінню потреби у гармонізації законодавства для захисту їх прав;

- положення, що стосуються універсальних та особливих механізмів адміністративно-правового регулювання акціонерних товариств у окремих країнах, які є актуальними для України, що важливо для зміцнення прав акціонерів;

- наукові погляди, щодо механізмів адміністративного оскарження емітентами рішень органів державної влади на ринку цінних паперів в Україні, з

урахуванням міжнародного досвіду, яке полягає в розробці системних рекомендацій, спрямованих на підвищення ефективності та доступності цих процедур;

– підходи до розуміння і застосування цифрових технологій та уніфікація процесів оскарження, які є частиною рекомендацій для удосконалення правової регуляції в цій сфері, що може слугувати основою для подальших законодавчих ініціатив.

набули подальшого розвитку:

– дослідження ролі та впливу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку на адміністративно-правове регулювання учасників ринку цінних паперів;

– наукові погляди щодо природи та видів регуляторів адміністративно-правового забезпечення та механізмів захисту прав емітентів в Україні, включаючи виявлення існуючих прогалин у законодавстві та практиці;

– пропозиції щодо адаптації міжнародних стандартів у національну регулятивну базу адміністративно-правового забезпечення, що спрямована на підвищення ефективності ринку цінних паперів;

– сутність андеррайтингу з порівняльним аналізом міжнародних стандартів стосовно адміністративно-правового забезпечення захисту емітента, а також підходи до вирішення виявлених проблем та викликів, з якими стикаються андеррайтери в Україні.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що висновки, а також пропозиції, які сформульовані в дисертації становлять науково-теоретичний та практичний інтерес і можуть бути використані:

У науково-дослідній діяльності – для подальшої розробки теоретичних і практичних механізмів реалізації захисту прав емітентів та акціонерів в процесі адміністративно-правового регулювання;

У сфері правотворчості – висновки та пропозиції дослідження можуть бути використані для удосконалення або доповнення низки законодавчих і підзаконних актів, зокрема Законів України «Про державне регулювання ринків

капіталу та організованих товарних ринків», «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», «Про акціонерні товариства» та Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку тощо;

У правозастосовній діяльності – для удосконалення практики застосування норм чинного законодавства України в частині адміністративно-правового забезпечення захисту прав емітентів та акціонерів;

У навчальному процесі – при викладанні навчальних дисциплін адміністративного та фінансового права, спецкурсів за бакалаврськими і магістерськими програмами, а також при підготовці підручників та навчальних посібників.

Особистий внесок дисертанта. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею. Усі теоретичні висновки і практичні результати дослідження сформульовані особисто. При використанні матеріалів інших дослідників зроблено відповідні посилання.

Апробація результатів дослідження. Висновки, пропозиції та узагальнення, викладені у дослідженні доповідались на засіданні кафедри адміністративного, фінансового та інформаційного права. Основні положення дисертаційного дослідження оприлюднювались на міжнародних науково-практичних конференціях: «Реформування законодавства і державних інституцій: досягнення, недоліки та перспективи» (м. Київ, 30 травня 2019 р.); «Сучасний рух науки» (м. Дніпро, 6-7 червня 2019 р.); «Фундаментальні та прикладні дослідження: сучасні науково-практичні рішення і підходи. Міждисциплінарні перспективи» (Кривий Ріг, 27 червня 2019); «Право як інструмент стійкості та розвитку в умовах сучасних цивілізаційних викликів» (м. Ужгород, 27 квітня 2023 р.) та інші.

Публікації. Основні теоретичні та практичні положення, висновки та пропозиції дисертаційного дослідження викладені у 12 наукових працях, серед яких 6 статей – у фахових наукових виданнях України і 1 стаття – у науковому періодичному виданні іншої держави, а також у 5 тезах, доповідях на міжнародних науково-практичних конференціях.

Структура та обсяг дисертації визначається метою, завданнями та предметом дослідження. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, що містять у собі вісім підрозділів, висновків, списку використаних джерел (211 найменувань) і додатків. Загальний обсяг дисертації становить 203 сторінки, з них основного тексту – 188 сторінок, список використаних джерел – 24 сторінки (211 найменувань).

РОЗДІЛ 1

УЧАСНИКИ ПРАВОВІДНОСИН ЩОДО РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПОРІВНЯЛЬНО-ПРАВОВИЙ СТАТУС

1.1 Загальнотеоретична характеристика регуляторів ринку цінних паперів

Дана проблематика присвячена дослідженню процесу інтеграції України в міжнародний фінансовий простір через призму регуляторів адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів. Процес аналізує сучасні тенденції, виклики та можливості, з якими стикається Україна на шляху гармонізації своїх законів і практик управління фондовим ринком з вимогами Європейського Союзу (далі – ЄС) та інших країн. Висвітлюючи історичний контекст, сучасний стан ринку та майбутні перспективи, ця частина спрямована на розуміння ролі держави в цьому ключовому секторі та визначення стратегій, які можуть сприяти ефективній інтеграції та стабільному розвитку фондового ринку України.

Ринок цінних паперів відомий своїм високим рівнем регуляції та контролю, відрізняючись цим від інших типів ринків, таких як товарні чи валютні ринки. Досвід країн з розвинутими економіками підкреслює цей факт. Основною причиною для такої строгої регуляції є намагання уникнути можливих негативних впливів на фінансову стабільність країни, що можуть виникнути через діяльність на ринку цінних паперів. Регулятори адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів впорядковують діяльність всіх його учасників та операцій між ними, що здійснюється організаціями, уповноваженими суспільством для цих дій. Такі регуляторні норми забезпечуються широким спектром національних та міжнародних приписів.

Під ринком цінних паперів як правової категорії розуміється охоплення суспільних відносин, які формуються в процесі обміну фінансовими та іншими активами під час випуску та здійснення угод із цінними паперами. Основною

метою регуляторів адміністративно-правового забезпечення цього ринку є реалізація формування загальнодержавної стратегії у галузі емісії та обороту акцій, а також їхніх похідних, що потребує висвітлення проблеми створення оптимальних умов для залучення та використання капіталу учасниками фондового ринку. Це забезпечує злагоджену взаємодію між інтересами учасників та потребами громадськості. Окрім цього, наголошується на необхідності забезпечення надійного захисту прав зацікавлених сторін фондового ринку та впровадження прозорих та етичних норм їхньої діяльності у сфері цінних паперів [1, с. 52].

Інтеграція України в міжнародний фінансовий простір є багатограним і складним процесом, який включає в себе різні аспекти соціального життя та фінансовий сектор країни. Ключовими елементами цього процесу є впровадження внутрішніх реформ, включаючи гармонізацію національного законодавства з законами ЄС, адаптацію до європейських цінностей, трансформацію державних інституцій, а також пристосування до міжнародних стандартів, норм та процедур. Особливо важливим аспектом зовнішньоекономічної стратегії України є залучення досвіду країн ЄС у сфері фінансових ринків, зокрема ринку цінних паперів, що сприяє її успішній інтеграції в європейське економічне середовище. Це відбувається на тлі європейської специфіки, де становлення регулятивних норм адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів відбувалося повільно та еволюційно, відповідно до практичних потреб різних суспільних груп.

Як один із партнерів ЄС, Україна користується рішучою підтримкою у забезпеченні своєї незалежності, територіальної цілісності та суверенітету, спрямованої на створення стабільного, демократичного й процвітаючого майбутнього для своїх громадян. Підписана у 2014 році Угода про асоціацію, включно з Угодою про поглиблену і всеосяжну зону вільної торгівлі, відіграє ключову роль у зміцненні відносин між Україною та ЄС, зокрема у сферах політики та економіки, а також у зміцненні спільних цінностей. Враховуючи прагнення України до інтеграції в європейський простір, дуже важливою є

адаптація внутрішнього законодавства, особливо у сфері ринку цінних паперів, до стандартів та норм ЄС [2, с. 170].

Регулятори адміністративно-правового забезпечення діяльності учасників ринку цінних паперів поділяють їх на зовнішніх та внутрішніх. Зовнішні полягають в підпорядкованості діяльності організації нормативним актам держави, стандартам інших організацій, а також міжнародним угодам. Внутрішні, з іншого боку, включають підпорядкованість діяльності організації її власним нормативним документам, таким як статут, правила та інші внутрішні нормативні документи, які регламентують роботу самої організації, її підрозділів і працівників. З урахуванням вищенаведеного, тим не менше, у більшості країн світу система регулювання фондового ринку організована на двох рівнях: саморегулювання професійних учасників та державне регулювання. Історично першим з'явилося саморегулювання, яке виконували фондові біржі. Вони створювали стандартні правила для різних груп учасників фондового ринку, які використовувалися всіма суб'єктами [3].

На сучасному етапі розвитку України спеціалізовані регулятори, представлені відповідними органами державної влади та нормативними актами, відіграють важливу роль у сфері ринку цінних паперів. Вони здійснюють регулювання адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів, ефективно контролюючи діяльність його учасників та захищають їхні інтереси. Ці регулятори несуть відповідальність за дотримання встановлених державою норм та, в рамках своєї компетенції, здійснюють контроль та управління, наглядаючи за ринковими процесами. Держава покладає на них виконання комплексу заходів, спрямованих на регулювання, моніторинг та відстеження у сфері обігу цінних паперів та їхніх деривативів, включаючи запобігання потенційним правопорушенням та зловживанням. Серед таких регуляторів можна виокремити наступні:

1. Відповідальність за формування ключових засад державного управління в секторі цінних паперів в Україні покладається на Президента України, Кабінет Міністрів України та Верховну Раду України. Ці державні інституції

забезпечують впровадження необхідних заходів через створення та ухвалення законодавчих та нормативних актів, а також розроблення стратегічних напрямків національної політики в області ринку цінних паперів. Окрім того, вищенаведені державні інституції відіграють ключову роль у призначенні членів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР), яка виступає як колегіальний державний орган, що знаходиться під керівництвом Президента України та звітує перед Верховною Радою України [4], а також здійснює єдину державну політику у сфері цінних паперів і фондового ринку [5, с. 317].

У процесі інтеграції України до складу ЄС, основним питанням є пристосування українського законодавства до міжнародних стандартів, особливо у сфері адміністративно-правового регулювання ринку цінних паперів. Це сприятиме створенню єдиного та конкурентного ринкового середовища для внутрішньої та транскордонної економічної діяльності. В цьому контексті, НКЦПФР відіграє ключову роль, оскільки вона є основним регулятором адміністративно-правового забезпечення фондових ринків, що наділена владними функціями для регулювання та контролю, а також визначає правове положення, через яке формуються відносини між державою та учасниками фондового ринку [6, с. 76]. Цей державний орган, підпорядкований Президенту України та відповідальний перед Верховною Радою, забезпечує розробку і затвердження нормативно-правових актів, які є обов'язковими для виконання усіма учасниками ринку, включаючи центральні та місцеві органи влади. Окрім того, НКЦПФР здійснює контроль за виконанням цих положень, що є важливою частиною державного регулювання фондового ринку України, включно з ліцензуванням та контролем за діяльністю на цьому ринку [7, с. 124].

2. Міністерство фінансів України відіграє важливу та центральну роль у керуванні фінансовими справами країни. Як ключовий елемент системи центральних виконавчих органів влади, воно несе відповідальність за розробку та втілення державної політики в сферах фінансів, бюджетування та управління державним боргом. Одним з основних завдань міністерства є забезпечення ефективного та збалансованого розподілу бюджетних ресурсів, як на

національному, так і на місцевому рівнях, включаючи регулювання міжбюджетних відносин. Ця робота важлива для забезпечення стабільності та зростання економіки України, а також для виконання державних соціальних та економічних програм [8];

3. Національний банк України (далі – НБУ), виступаючи як професійний учасник ринку цінних паперів, також виконує функції агента з розміщення державних цінних паперів та регуляторного органу адміністративно-правового забезпечення цього ринку. Паралельно, він активно здійснює операції з цінними паперами. У своїй роботі, банк також діє як інвестиційна компанія, що обслуговує первинне розміщення цінних паперів, інвестуючи в них власні ресурси та виступаючи в ролі дилера. Це сприяє створенню вторинного ринку цінних паперів. НБУ виконує функції депозитарію, клірингового та розрахункового центру, спеціалізуючись на обліку, зберіганні та розрахунках за операціями з державними цінними паперами. Використовуючи ці операції як інструмент грошово-кредитної політики, банк також виконує роль регуляторного органу для комерційних банків, які є учасниками ринку цінних паперів, та виступає в ролі консультанта уряду, а також інших державних органів, які розробляють законодавчі акти стосовно ринку цінних паперів [4];

4. Антимонопольний комітет України (далі – АМК) відіграє ключову роль у забезпеченні здорового конкурентного середовища на ринку. Цей орган є одним з найважливіших серед усіх центральних органів виконавчої влади, що беруть участь у втіленні державної політики. У своїй діяльності він підконтрольний Президентові України та підзвітний Верховній Раді України. Окрім того, АМК повинен щорічно подавати звіт про свою діяльність [9, с. 109].

Основна задача АМК – це ретельний моніторинг процесу купівлі значних пакетів акцій у компаніях, які мають домінуюче положення на ринку, оскільки ця діяльність важлива для запобігання надмірній концентрації ринкової влади. Додатково, комітет активно наглядає за дотриманням норм антимонопольного законодавства під час реалізації спільних інвестицій, залучаючи інвестиційні

фонди та інших учасників ринку, що сприяє створенню справедливих умов для всіх учасників ринку та запобігає неправомірним монопольним практикам [10];

5. Державна податкова служба України є одним із ключових органів у сфері податкового регулювання, яка виконує важливу функцію в сфері української економіки. Вона відповідає за створення умов, які сприяють інвестиційному зростанню, підвищуючи привабливість української економіки, її окремих секторів та регіонів для внутрішніх та зарубіжних інвестицій. Це досягається за допомогою застосування різних податкових заходів, таких як податкові пільги, пільгові кредити та державні субсидії, що допомагають стимулювати інвестиційну активність [11].

Орган державної податкової служби виконує важливі функції у сфері реалізації державної політики. Його основні завдання включають забезпечення контролю за дотриманням податкового законодавства, правильністю обчислення, повнотою та своєчасністю сплати податків, зборів та інших платежів до бюджетів, в тому числі неоподаткованих доходів і внесків до державних цільових фондів, встановлених законодавством України. Також до його обов'язків належить розробка пропозицій щодо удосконалення податкового законодавства, прийняття нормативно-правових актів та рекомендацій з питань оподаткування [9, с. 34];

6. Закон України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» встановлює юридичні рамки для контролю і нагляду з боку держави у сфері обігу цінних паперів, включаючи різні види їх похідних. Згідно з ст. 1 цього закону, під регулюванням ринків капіталу та організованих товарних ринків розуміється проведення державою, через НКЦПФР, ряду комплексних заходів, спрямованих на регулювання, контроль та нагляд за ринками капіталу. Закон також встановлює аспекти упорядкування функціонування організованих товарних ринків, контроль за кліринговою діяльністю відносно угод, укладених на цих ринках та вжиття дій для запобігання й боротьби з зловживаннями і порушеннями на ринках капіталу та організованих

товарних ринках. Також, згідно з ст. 3 цього закону, регулювання ринку цінних паперів виконується у таких формах:

- 1) розробка та введення законодавчих актів: тут визначаються правові рамки для діяльності ринків;
- 2) регулювання та контроль: цей пункт забезпечує дотримання правил та стандартів учасниками ринку;
- 3) ліцензування та контроль за професійною діяльністю: мається на увазі встановлення вимог до професійних учасників та здійснення нагляду;
- 4) розробка системи захисту прав інвесторів: змога забезпечувати захист інтересів інвесторів і стабільність ринку;
- 5) пруденційний нагляд: спрямований на забезпечення стабільності та надійності ринків через нагляд за діяльністю учасників, яка базується на ліцензії, виданій НКЦПФР [12].

Окрім згаданого закону, в Україні існують інші нормативні акти, які можуть виступати регуляторами адміністративно-правового забезпечення фондового ринку. Одним із таких актів є Концепція принципів діяльності та прогресу на фондовому ринку України, що охоплює різноманітні заходи, серед яких виокремлюються наступні ключові аспекти:

- 1) гарантування публікації всіх ключових відомостей щодо ринку цінних паперів, включаючи деталі випуску та циркуляції таких паперів, інформацію про фінансові та господарські результати, а також управлінські рішення емітентів, аналіз обсягу та специфіки торгівлі, тенденції на ринку тощо;
- 2) ліцензування та регламентація роботи фінансових посередників, зокрема тих, хто займається довірчою діяльністю на фондовому ринку. Це включає контроль за діяльністю, встановлення економічних норм і стандартів, пов'язаних з фінансовими ресурсами посередників, обсягом та характеристиками їхніх операцій;
- 3) нагляд за системами організованої торгівлі цінними паперами, визначення в разі потреби обов'язкових правил торгівлі, а також забезпечення дотримання антимонопольного законодавства у сфері цінних паперів;

4) притягнення до відповідальності, як адміністративної, так і кримінальної, осіб, які використовують конфіденційну інформацію для отримання прибутку або уникнення збитків у транзакціях з цінними паперами;

5) забезпечення прав власників цінних паперів, особливо акціонерів, включаючи доступ до фінансових звітів емітентів, участь у процесі управління, реалізація права голосу, а також надання можливості безперешкодного та оперативного підтвердження прав власності на цінні папери [13].

Так, згідно з думкою О. О. Калюги, основна роль держави сьогодні полягає у активному втручанні в управління фондовим ринком. Це передбачає залучення держави в створення привабливого середовища для інвесторів, удосконалення законодавства та полегшення нормативного регулювання на фондовому ринку. Важливо також стимулювати розвиток ринків державних та муніципальних облігацій і підтримуваних державою цінних паперів. Держава може сприяти фондовому ринку через адміністративну підтримку та економічні стимули. Через фондовий ринок держава може фінансувати соціально значущі сфери та підтримувати галузі промисловості, важливі соціально, але не привабливі для приватних інвестицій. Ефективне використання фондового ринку для інвестиційного обслуговування економіки потребує чіткої стратегії реформування цього ринку з боку держави [14, с. 270], а також негайного зміцнення адміністративно-правових та фінансово-правових механізмів для участі держави та органів місцевого самоврядування у ринку цінних паперів [15, с. 282].

Вищенаведене підкреслює, що держава не лише впливає на економіку через фондовий ринок, але й може формувати та наслідувати різні економічні моделі. Так, рівень впливу на економіку і завдання, які визначаються державою, дають змогу виділити кілька моделей ринкової економіки:

1) англосаксонська модель – характеризується значною свободою у сфері підприємництва. Основна ціль цієї моделі полягає у досягненні довготривалих позитивних результатів, що дозволяють покрити витрати на капітал, водночас

передбачаючи участь держави в політичному, регуляторному та споживчому сегментах;

2) соціально орієнтована модель – в даній моделі особливо помітним є акцент на соціальну відповідальність держави;

3) західноєвропейська або романська модель – включає значну долю державного сектору та фокусується на діяльності, спрямованій на захист інтересів державної власності;

4) скандинавська модель – відрізняється балансом між державним і приватним капіталом та вираженою орієнтацією на соціальні потреби [16, с. 37].

У свою чергу, О. П. Близнюк та І. Л. Шевчук висловлюють думку, що механізм державного контролю фондового ринку в Україні може бути представлений як набір трьох груп структурних компонентів, що взаємопов'язані, а саме:

1) забезпечення правового і нормативного регулювання, що охоплює закони та нормативно-правові акти на національному та місцевому рівнях;

2) структура управлінських органів та інститутів державного регулювання;

3) використання економічних інструментів та фінансово-кредитних механізмів державного впливу на операції фондового ринку [17, с. 108-109].

Розвиток ринку цінних паперів в Україні залишається актуальною та складною задачею, враховуючи його недосконалість та потребу в адаптації до сучасних ринкових вимог. Він повною мірою ще не сформував сталі традиції та правила в Україні, що підкреслюється важливістю спроби коригування системи ефективних регуляторів адміністративно-правового забезпечення, які мають охоплювати усіх учасників ринку, забезпечуючи дотримання встановлених правил та норм. Одним із найвагоміших питань українського ринку цінних паперів є удосконалення його регуляторних норм відповідно до процесів ринкових перетворень у країні. Побудова ефективного ринку потребує інноваційних підходів до вирішення наявних проблем, що передбачає здійснення комплексних заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Загалом початковий розвиток ринку цінних паперів характеризувався утворенням системи саморегуляції, яку ініціювали фондові біржі. Ці організації створювали уніфіковані правила, які були призначені для різноманітних груп учасників цього ринку та застосовувалися до кожного з його учасників. Саморегулюючі організації (далі – СРО), які являють собою добровільні асоціації професійних учасників ринку, виконували роль представників, захищали професійні інтереси учасників і вирішували конфлікти між ними. З іншого боку, правове регулювання виникло в кінці XIX – на початку XX століття в деяких країнах, таких як Франція та Німеччина. У Франції були прийняті спеціалізовані закони, які регламентували внутрішні відносини в акціонерних товариствах, а також відносини з акціонерами, тоді як у Німеччині були прийняті закони, що стосувалися фондових бірж [7, с. 123].

Як часто це трапляється, у державній політиці багатьох європейських країн, включаючи Францію, Італію, Великобританію, Німеччину та інші, простежується чітка тенденція до активного державного втручання в економічні процеси [18]. Це означає, що уряди цих країн вживають цілеспрямовані заходи для регулювання фінансових процесів і впливу на функціонування ринків. Таке втручання може проявлятися у різних формах, включаючи фінансову підтримку певних галузей або компаній, встановлення регулятивних норм і стандартів для бізнесу, управління громадськими інвестиціями та фіскальну політику.

У Великобританії традиційно переважало саморегулювання фондового ринку, де саморегулюючі організації активно брали участь у процесі його регулювання. Однак, в кінці XX століття почався відхід від моделі саморегулювання, а пізніше в Англії було розпочато реформу системи регулювання фінансового сектора. Регулятивні функції різних відомств і саморегулюючих організацій було передано Раді з цінних паперів, яка пізніше перейменована в Раду з фінансових послуг. Голова і члени правління цієї Ради призначаються Міністерством фінансів. Рада з фінансових послуг, як державний орган, взяла на себе контрольні функції Банку Англії у сфері регулювання комерційних банків і контролює банки, страхові компанії, компанії з цінних

паперів, фондові біржі, пенсійні фонди, депозитарно-клірингові організації. На відміну від Великобританії, у Франції та Німеччині роль СРО на фондовому ринку є мінімальною або відсутньою, оскільки там високою є роль державного регулювання ринку [19, с. 243]. Україна може вивчати та спробувати адаптувати досвід Великобританії, де саморегулювання фондового ринку має довгу історію успіху. Це може включати створення незалежних саморегулюючих організацій, які встановлюють стандарти та правила для учасників ринку.

Натомість в Італії фондовий ринок традиційно відрізнявся високим рівнем дерегульованості. Однак з часом там, як і в інших європейських країнах, було реформовано систему регулювання, щоб вона в цілому відповідала сучасним вимогам ЄС. Внаслідок цього, в Італії була створена Комісія з питань цінних паперів – орган, що відповідає за регулювання ринку акцій. У початковий період, регулювання ринку мало інституційний характер: Банк Італії наглядав за діяльністю банківських установ, Комісія з цінних паперів займалася контролем за компаніями, що працюють з цінними паперами, а Комісія з питань пенсійних фондів відповідала за пенсійні фонди та інші подібні установи. Згодом, однак, цей підхід до регулювання зазнав змін і набув більш функціонального характеру. Тепер управління ринком цінних паперів відбувається на рівні Міністерства фінансів та парламенту, які делегують свої повноваження Комісії з питань цінних паперів і Банку Італії. В результаті одна установа може контролюватися різними регулюючими органами. Зокрема, всі фінансові посередники (компанії з цінних паперів, банки, що управляють портфелями цінних паперів), за винятком страхових товариств та пенсійних фондів, контролюються Банком Італії з питань, пов'язаних з управліннями ризиками та фінансовою стабільністю. З питань надання інформації та дотримання чесних правил на ринку ці установи регулюються Італійською комісією з цінних паперів. Функціонування організацій, що займаються депозитарно-кліринговою діяльністю, в тому числі центрального депозитарію, підлягає спільному регулюванню з боку Банку Італії та Комісії з питань цінних паперів [20, с. 25-26]. Дослідження практики Італії у

сфері регулятивних норм стосовно цінних паперів може допомогти Україні впровадити більш ефективне та сучасне законодавство щодо цього процесу.

Тут варто вказати, що більшість фондових бірж у європейських країнах знаходяться під значним впливом, а іноді навіть під повним контролем провідних комерційних банків. В результаті, державні органи часто впливають на фондовий ринок опосередковано через регулювання діяльності банківської системи. Останнім часом у Європі спостерігається тенденція до створення універсальних та консистентних юридичних документів, які визначають функціонування і регулювання національних ринків цінних паперів. Ця тенденція в основному стимулюється уніфікацією діяльності фінансових ринків в рамках ЄС [21, с. 194].

В Чехії тривалий час не було створено спеціального органу, який би контролював діяльність фондового ринку, проте в результаті Чехія прийняла програму «Корекція економічної політики та інші трансформаційні заходи», де серед основних завдань було визначено створення спеціального державного інституту, який би переймався питаннями фондового ринку. Під час обширної ревізії фінансового законодавства Чехії був прийнятий Закон «Про Комісію по цінним паперам», яка почала визначати правила гри на чеському ринку цінних паперів [22].

На відміну від інших країн Європи, чеська Комісія по цінним паперам не була повністю незалежною структурою, а мала урізані повноваження, оскільки діє під егідою Міністерства фінансів. Голова та п'ять членів Комісії по цінним паперам Чехії призначалися Президентом за пропозицією міністра фінансів без затвердження з боку парламенту. Основними завданнями цієї Комісії в Чехії були нагляд за функціонуванням фондового ринку, контроль за дотриманням емітентами та професійними учасниками стандартів розкриття інформації, а також контроль за дотриманням заборони на використання внутрішньої інформації. Комісія по цінним паперам Чехії також реєструвала, контролювала та регулювала приватні емісії цінних паперів, ліцензувала діяльність фондових посередників та спеціалістів по цінним паперам, організаторів позабіржової торгівлі тощо. З 2006 року Національний банк Чехії перейняв діяльність Комісії

по цінним паперам і тепер виконує нагляд за фінансовим ринком країни. Хоча на банк покладені повноваження адміністративного органу в обсязі, встановленому законом, він сам по собі не є адміністративним органом. Національний банк може самостійно розпоряджатися власним майном і не дозволяє втручання в свою діяльність, окрім випадків, передбачених законом [23].

Фондовий ринок в Республіці Польща є найбільш регламентованим з усіх сусідніх країн Європи. В Польщі прийнято багато законів, які направлені на регламентування ринку цінних паперів. Одними із таких законів, які визначають роль держави у регулюванні фондового ринку виступають Закони: «Про торгівлю фінансовими інструментами», згідно якого визначаються регулювання торгівлею фінансовими інструментами, включаючи акції та облігації, і визначаються правила торгівлі на фінансових ринках [24]; «Про публічні пропозиції», що встановлює правила для публічних пропозицій цінних паперів, умови допуску фінансових інструментів до організованої торгівлі та правила для публічних компаній в Польщі [25]; «Про нагляд за ринком капіталів», який встановлює рамки для державного нагляду за ринками капіталів, зокрема для нагляду за дотриманням законодавства у сфері цінних паперів та фінансових ринків. Він регулює діяльність регулюючих органів і встановлює стандарти для ринкової поведінки та протидії неправомірній діяльності на фінансових ринках [26].

Згідно з Законом про нагляд за ринком капіталів у Польщі, основний державний контроль над польським фондовим ринком здійснюється Управлінням фінансового нагляду Польщі. Роботою Управління фінансового нагляду керує Голова цього Управління та три його заступники.

Управління фінансового нагляду Польщі здійснює регулювання та нагляд за:

- 1) банківською діяльністю, забезпеченням фінансової стабільності та дотриманням банківських регулятивів;
- 2) регулюванням діяльності страховиків, забезпеченням дотримання стандартів страхової діяльності та захистом прав споживачів;

3) нагляд за фондовими біржами, брокерами, інвестиційними фондами та іншими учасниками ринку цінних паперів;

4) за діяльністю пенсійних фондів, зокрема щодо управління активами та виплатами;

5) іншими фінансовими установами та продуктами де охоплює різні сектори фінансових послуг, включаючи лізинг, факторинг та кредитні спілки.

Таким чином, Управління фінансового нагляду відіграє ключову роль у захисті інтересів зацікавлених сторін, забезпеченні прозорості фінансових ринків та підтримці стабільності фінансової системи Польщі [27].

Характерну особливість має розвиток фондових бірж у Польщі, який відрізняється використанням ефективної системи, що базувалась на англосаксонській моделі, яка, зокрема, була адаптована з досвіду французької біржі цінних паперів. Ця модель характеризується помірним державним регулюванням та активною участю банків у організації біржової торгівлі. У відмінності від України, де держава більш активно регулює ринок цінних паперів, у Польщі цей процес є менш регульованим. Такий підхід у Польщі протягом короткого часу привів до помітних результатів, зокрема, до динамічного розвитку фондового ринку країни. Однак таке значне зростання ефективності фондової біржі є характерним для ринків у стадії формування, де рівень довіри до операцій з цінними паперами може швидко перетворюватися на недовіру без об'єктивних причин для цього [28, с. 189-190].

Можна припустити, що основна причина, по якій європейські країни звертаються за допомогою до регуляторів адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів, полягає у необхідності швидкого реагування на проблеми, особливо коли учасники ринку не забезпечують достатнього фінансування економічним суб'єктам. Гармонійне поєднання ринкових механізмів та державного втручання може сприяти досягненню цілей розвитку фондового ринку в Україні, чий недостатній розвиток гальмує інвестиційну активність, обмежує структурні перетворення в економіці та заважає підвищенню її конкурентоздатності. Враховуючи, що Україна вважає інтеграцію

з ЄС одним із ключових напрямків, необхідно аналізувати досвід країн-членів, де інтеграція регуляторів адміністративно-правового забезпечення фінансових процесів проявляється найбільш ефективно та систематично.

В контексті регулювання ринку цінних паперів, особливу увагу привертає Директива 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів II, яка забезпечує жорсткий контроль за багатьма їх видами, чим збільшує ринкову прозорість та має можливість встановлювати нові правила для інвестиційних компаній і фондових бірж. На думку автора, Україні варто запозичити приклади для можливого впровадження політик згідно з Директивою 2014/65/ЄС, особливо у контексті збільшення контролю прозорості та захисту ринку цінних паперів, а також регулювання використання внутрішньої інформації та управління конфліктом інтересів. Запозичення прикладів впровадження політик згідно з Директивою 2014/65/ЄС може бути вигідним для України з таких причин:

1. Впровадження стандартів Директиви 2014/65/ЄС сприяє зростанню прозорості на ринку цінних паперів. Прозорість є критично важливою для забезпечення ефективності ринку, оскільки це дозволяє учасникам ринку цінних паперів краще розуміти його механізми та приймати обґрунтовані інвестиційні рішення;

2. Політики Директиви 2014/65/ЄС спрямовані на захист ринку від маніпуляцій, шахрайства та інших неправомірних дій. Впровадження подібних заходів в Україні може допомогти у зміцненні правової та регуляторної основи фондового ринку;

3. Директива 2014/65/ЄС накладає строгі вимоги щодо використання внутрішньої інформації та управління конфліктами інтересів, що є ключовими для запобігання зловживань на ринку. Україна може використати ці підходи для підвищення довіри до свого фондового ринку та захисту інтересів учасників ринку;

4. Впровадження стандартів Директиви 2014/65/ЄС може сприяти гармонізації українського ринку цінних паперів з міжнародними практиками, поліпшуючи його інтеграцію у світові фінансові системи;

5. Відповідність до міжнародно визнаних стандартів може зробити український фондовий ринок більш привабливим для іноземних інвестицій, що може призвести до збільшення фінансового потоку в країну.

Але, з урахуванням того, що Україна поступово інтегрується в число країн, які регулюють свій фондовий ринок відповідно до міжнародних стандартів і нещодавно прийняла важливий законодавчий акт, як Закон України «Про фінансовий моніторинг», спрямований на запобігання фінансуванню тероризму та боротьбу з корупцією, а також вимог щодо ідентифікації клієнтів фінансових установ і повідомлення про сумнівні фінансові операції, потенційні запозичені практики можна вивчати та опрацьовувати для можливого покращення законодавства у цій сфері в подальшому.

Таким чином, законодавчі ініціативи та прагнення України спрямовані також на боротьбу з фінансуванням тероризму та корупцією, відіграють ключову роль у створенні правових рамок для фондового ринку. У тісній взаємодії з такими ініціативами, міжнародна спільнота розвиватиме встановлення нових правил щодо капіталовкладень в інструменти, які мають високий ризик. Окрім зазначеного, регулятори адміністративно-правового забезпечення зобов'язані встановлювати нові вимоги до розкриття інформації про ризик та регулювати діяльність компаній, які працюють на ринку кредитних додатків. Ці заходи не тільки забезпечують захист учасників ринку цінних паперів, але й сприяють підтримці стабільності на ринку цінних паперів України.

Так, прийнявши нові правила щодо капіталовкладень, особливо у інструменти з високим ризиком, ЄС розвине вимоги до розкриття інформації про ризик і регулювання діяльності компаній на ринку кредитних додатків. Іншим важливим законодавчим актом є «Регламент про кредитні рейтинги та відповідальність агентств кредитних рейтингів», який вимагає більшої прозорості від агентств кредитних рейтингів і надає регуляторам більше повноважень для контролю. Окрім того, було прийнято «Регламент про ринки фінансових інструментів», спрямований на забезпечення прозорості, стабільності ринку та зниження ризиків для учасників. Його цілісний комплекс

законодавчих норм формує основу для правового регулювання роботи фондового ринку в Україні, сприяючи його стабільності та забезпеченню належного захисту у цій сфері [29, с. 80-81].

Директиви ЄС мають значний вплив на регулювання ринку цінних паперів, використовуючи досвід правових систем країн-членів ЄС для покращення національного законодавства країн-підписантів. Це сприяє не тільки можливостям для розвитку фінансового сектору України, але також містить деякі ризики, які важливо враховувати. Ефективна інтеграція України в ринок цінних паперів ЄС вимагає глибокого дослідження питань реформування в сферах державного управління, макроекономічного регулювання, антикорупційної політики та правовідносин у сфері власності. Застосування цих заходів, наряду з розумними протекціоністськими обмеженнями, дозволяє Україні поступово і гармонійно інтегруватися в європейський ринок цінних паперів [2, с. 177].

Отже, на основі вищевказаного, можна зробити висновок, що Україна активно працює над інтеграцією та гармонізацією свого ринку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами. Важливим аспектом у цьому процесі є впровадження питань прозорості та захисту, які становлять основні принципи ЄС у сфері фінансів. Регулятори адміністративно-правового забезпечення відіграють ключову роль у захисті учасників ринку цінних паперів та забезпеченні стабільності ринку, особливо через включення та застосування директив ЄС, зокрема Директиви 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів II, що сприяє підвищенню довіри та створенню стабільного інвестиційного середовища. Влада України активно працює над реформуванням фондового ринку, адаптуючи законодавство до міжнародних вимог, підвищуючи прозорість ринку та борючись з корупцією, що необхідно для досягнення відповідності європейським стандартам. Ці зусилля мають потенціал покращити інвестиційний клімат в Україні, сприяти її фінансовому розвитку, а також відкривають додаткові можливості для міжнародної інтеграції та співпраці.

1.2 Поняття та компетенція емітентів як учасників адміністративно-правового регулювання ринку цінних паперів

На ринку цінних паперів ключову роль відіграє емітент, чия діяльність не лише формує структуру та динаміку фондового ринку, але й є визначальною для встановлення взаємовідносин та правових зв'язків між його учасниками. Як правило, емітенти, що являють собою компанії з інтересом до залучення інвестицій, прагнуть випустити свої цінні папери на відкритий ринок. В умовах нинішньої глобалізації та інтеграції ринків, для українських емітентів важливо відповідати міжнародним стандартам, що є запорукою їхньої конкурентоспроможності. У цьому аспекті, роль регуляторів адміністративно-правового забезпечення є надзвичайно значущою, адже вони відповідають за забезпечення ефективної роботи ринку цінних паперів, гарантуючи прозорість і справедливість відносин та захист інтересів усіх його учасників.

Важливість прозорості та відповідальності в діяльності емітентів не може бути недооцінена, адже вони є фундаментальними для забезпечення стабільності на ринку цінних паперів. Адміністративно-правові регулятори повинні виконувати ключову роль у формуванні норм і правил, які сприятимуть розвитку здорового інвестиційного клімату. Глибоке розуміння ринкових умов, а також вивчення світового досвіду та стратегій міжнародних партнерів, може суттєво сприяти удосконаленню діяльності емітентів та, відповідно, розвитку українського фондового ринку. Такий комплексний підхід не тільки сприятиме ефективності внутрішнього ринку, але й відіграватиме значну роль у його інтеграції в міжнародний фінансовий простір.

Емітентами цінних паперів можуть виступати різноманітні суб'єкти, включно з компаніями, фінансовими установами та акціонерними товариствами. Окрім цього, існує можливість для держави чи місцевих спільнот випускати такі інструменти. На території України до уповноважених органів, які можуть представляти інтереси держави як емітента, відносяться НБУ, Кабінет Міністрів

України та Міністерство фінансів України. З іншого боку, територіальні громади теж можуть виступати емітентами через міські ради [30, с. 112].

Емітент може розглядатися в ролі, як резидента, так і нерезидента. Як вказує ч. 2 ст. 4 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» іноземними емітентами є юридичні особи, зареєстровані та діючі у відповідності до законів інших держав, які виступають як емітенти у процесі випуску цінних паперів на території України, а також це може бути юридична особа, яка зареєструвала цінні папери відповідно до законодавства іншої країни, дозвіл на обіг яких на території України їм надала НКЦПФР [31]. Законодавство України передбачає, що емітентом може бути лише юридична особа. До іноземних емітентів законодавством також прирівнюються міжнародні фінансові організації [32, с. 140]. Проте, хоча фізична особа і не може виступати емітентом, вона має право видати неемісійний цінний папір, такий як сертифікат.

Водночас, згідно з ч. 2 ст. 1 Закону України «Про санкції», передбачається, що санкції можуть застосовуватися з боку України по відношенню до іноземної держави, іноземної юридичної особи, юридичної особи, яка знаходиться під контролем іноземної юридичної особи чи фізичної особи-нерезидента, іноземців, осіб без громадянства, а також суб'єктів, які здійснюють терористичну діяльність [33]. Таким чином, емітентам з країн, які ведуть збройну агресію проти України, можуть бути встановлені обмеження або заборона випуску, а також обігу цінних паперів, що були створені згідно до їхнього національного законодавства.

Зазвичай, емітенти часто сприймаються як продавці, що використовують інвестиційні ресурси. Вони пропонують цінні папери на фондовому ринку, якість яких відображає їх репутацію та ефективність діяльності. Успішні інвестиційні ініціативи емітентів завжди приносять прибуток. Цим прибутком є дивіденди, процентні виплати чи збільшення курсової вартості паперів. Тому можна стверджувати, що емітенти є первинним джерелом фінансових ресурсів [34, с. 2]. Якість цінних паперів, які емітент виводить на фондовий ринок, визначається за статусом емітента та результатами його діяльності, оскільки основна мета, до

якої прагне емітент випускаючи цінні папери полягає у залученні капіталу. Емітент може переслідувати і ряд інших цілей, таких як: отримання інвестицій, диверсифікація власників, підвищення інвестиційної привабливості, зміцнення іміджу компанії, реструктуризація боргів та оптимізація фінансових потоків. Окрім цього, через продаж цінних паперів можлива реконструкція власності, наприклад, перетворення державної власності на акціонерну під час приватизації.

На фоні інтеграційних процесів в ЄС, європейське законодавство з емісії цінних паперів визнається та регулюється Директивою 2001/34/ЄС «Про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про ці цінні папери». Ця Директива визначає конкретні вимоги до емітентів цінних паперів у ЄС, зокрема вимоги до їх фінансової звітності та інформаційної прозорості. Усі країни ЄС адаптують свої національні норми до європейських стандартів, що відображається у їх законодавстві з емісії цінних паперів. Особливо слід звернути увагу на ст. 1 цієї Директиви, за якою термін «емітенти» включає в себе охоплення не лише компаній, а також й інших юридичних осіб та підприємств з цінними паперами, які знаходяться в офіційному лістингу на фондовій біржі [35].

Тобто, можна спостерігати, що у ЄС прийнято загальний підхід до регулювання емісії цінних паперів, який визначає чіткі стандарти та критерії для емітентів. Цей єдиний стандарт покликаний спростити інтеграційні процеси між країнами-членами та забезпечити прозорість на ринку цінних паперів. Цьому принципу слідує всі країни-члени, адаптуючи своє національне законодавство до європейських норм та стандартів. На відміну від ЄС, в Україні право на емісію цінних паперів обмежене та дозволене лише окремим організаціям відповідно до діючого законодавства, що чітко регулює даний процес і встановлює свої вимоги та критерії.

В Україні цінні папери випускаються через спеціалізовані установи, яким надано повноваження відповідно до п. 1 ч. 2 ст. 7 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» де НКЦПФР

регулює та встановлює вимоги до емісії (видачі) цінних паперів, до рішення про емісію цінних паперів, до проспекту цінних паперів, а також встановлюється процедура ухвалення документації щодо випуску цінних паперів. Регламентується процес реєстрації емісії цінних паперів та звіту про результати емісії [12], зокрема, тут варто зазначити, що випуск цінних паперів відбувається на основі приватного права [36, с. 116].

Здійснюючи діяльність на ринку цінних паперів, будь-який емітент прагне досягнути визначених цілей. Основною метою може бути збір початкових ресурсів для формування юридичної структури та отримання інших коштів для розширення основного капіталу. У більшості публічних акціонерних товариств України немає можливості відповідати високим вимогам лістингу на організованому ринку, і сама динаміка переходу цінних паперів до лістингу є дуже обмеженою. Положення про функціонування фондових бірж [37], яке встановлює критерії лістингу цінних паперів та вимоги до інформаційної прозорості емітентів, критерії для включення акцій до списків першого та другого рівнів лістингу є суворими. Це спричинило зміну у ч. 1 ст. 26 Закону України «Про акціонерні товариства», де йдеться про законодавчо закріплену вимогу публічного акціонерного товариства пройти процедуру допуску своїх акцій до торгів на регульованому фондовому ринку або багатосторонньому фондовому торговельному майданчику та перебувати принаймні на одному з таких ринків капіталу в Україні [38].

Відзначаючи такі умови, В. І. Полюхович пропонує певною мірою послабити фінансово-економічні вимоги до емітентів для допуску їх цінних паперів до лістингу. Він вважає, що такі зміни можуть зробити фондовий ринок більш динамічним [39, с. 167]. Натомість О. К. Вишняков та І. П. Яновська вважають, що ціль емісії цінних паперів на європейських внутрішніх фондових ринках може варіюватися. Мета може полягати у формуванні первинного статутного капіталу акціонерного товариства, коригуванні його розміру, консолідації або подрібненні вже випущених цінних паперів та реорганізації юридичних структур (зокрема, їх перетворенні у акціонерні товариства). Також

емісія може бути спрямована на зміну прав, що надаються діючими цінними паперами, поповнення власного капіталу шляхом залучення непозикових інвестицій або отримання позикових інвестицій. Однак усі ці дії мають спільну мету, яка полягає у залученні відповідних ресурсів [40, с. 233].

В даному випадку пропозиція послаблення фінансово-економічних вимог підтримується з наступних причин:

1. Зниженням вимог може відповідати критеріям для введення своїх цінних паперів на фондовий ринок більшій кількості підприємств, що призведе до збільшення кількості емітентів;

2. Зі зростанням кількості емітентів на ринку може зрости інтерес інвесторів, що сприятиме притоку інвестицій в економіку країни;

3. Диверсифікація ринку може означати більше різноманітності в секторах економіки, що представлені на фондовому ринку, оскільки з'являться більше учасників;

4. Мотивація для підприємств, яка полягатиме в тому, що підприємства, які раніше не могли відповідати високим вимогам лістингу, тепер отримають можливість залучати кошти через фондовий ринок. Це може стати стимулом для їх росту та розвитку.

Таким чином, враховуючи вищезазначені пункти, можна стверджувати, що пропозиція послаблення фінансово-економічних вимог, які ставляться до емітентів, заслуговує на увагу, оскільки має на меті позитивний ефект для розвитку фондового ринку країни в цілому.

В Україні існує легальне визначення, яке дане поняттю емітент. Відповідно до ст. 4 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», поняття «емітент» включає таких суб'єктів, як юридичні особи, місцеві громади через їх представницькі органи, державу через уповноважені органи влади, та міжнародні фінансові організації, які здійснюють випуск цінних паперів і беруть на себе обов'язки перед їх власниками [31]. Основним емітентом на державному рівні виступає Міністерство фінансів України, відповідальне за регулярний випуск цінних паперів з метою фінансування бюджетних потреб.

У контексті регуляторів адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів визначаються ключові аспекти діяльності емітентів, а саме:

1) вітчизняне законодавство не містить вичерпного переліку юридичних осіб, які мають право випускати цінні папери. Однак, такий перелік може бути уточнений через законодавче регулювання категорій емісійних цінних паперів, кожен з яких матиме власний правовий режим випуску і торгівлі. Такий підхід дозволить встановити критерії, згідно з якими, наприклад, фізичні особи не будуть включені до складу емітентів. Це пояснюється тим, що хоча фізичні особи мають право випускати певні цінні папери, такі як вексель або заставна, ці папери не є емісійними. Тому фізична особа не вважається емітентом. Органи місцевого самоврядування також належать до категорії юридичних осіб. В країнах ЄС для того, щоб бути емітентом, не обов'язково бути юридичною особою. На відміну від стандартного уявлення про компанії, які засновані «на основі цивільного або торговельного права», в ЄС допускається ряд форм підприємництва в ролі емітентів [41, с. 115]. Особливо, такі форми як *offene handelsgesellschaft*, *societa simplice*, *venootschap* можуть бути допущені. Незважаючи на те, що вони не є юридичними особами, вони виступають як носії прав, а також обов'язків [42, с. 80];

2) реалізація емітентами офіційних дій, необхідних для набуття визначеного статусу, охоплює процеси, як-от випуск та розподіл цінних паперів, керовані встановленими законодавчими актами. У свою чергу, законодавство не накладає обмежень на здійснення емітентами різних професійних діяльностей на ринку цінних паперів, дозволяючи їм проводити емісію власних акцій та інші операції;

3) дотримання емітентом спеціального комплексу зобов'язань, які включають, зокрема, сплату в повному обсязі вартості цінних паперів засновниками при їх первинному розміщенні та обов'язкове розкриття інформації про цінні папери. Користування правом на емісію цінних паперів зобов'язує емітента діяти у відповідності до встановленого законодавчим

порядком «обов'язкового правового режиму» щодо його діяльності на ринку цінних паперів [43, с. 88-92].

До прикладу, ст. 2 Закону Румунії № 297/2004 «Про ринку капіталу», емітенти визначаються як суб'єкти, що можуть мати статус юридичної особи або не мати такого статусу, і які випустили, випускають або мають намір випустити фінансові інструменти [44]. Важливою вимогою є забезпечення рівного доступу до інформації та однакового ставлення до всіх власників цінних паперів одного виду і класу, що є фундаментальним принципом захисту та ефективного здійснення їхніх прав.

Допуск компанії до торгівлі на регульованому ринку залежить від розподілу акцій серед громадськості, що встановлено в Директиві 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів, яка визначає, що акції повинні бути розподілені серед громадськості на відповідному рівні від підписного капіталу, представленого класом акцій, або можуть прийматися менший розмір відсотків, якщо це не перешкоджає нормальному функціонуванню ринку [45]. Також обов'язком компанії є невідкладне інформування громадськості про події, що можуть істотно вплинути на ціну акцій протягом 48 годин після їх виникнення, разом з тим інформація щодо таких подій має бути однаковою для всіх.

Відповідно до § 7 параграфу 1 Закону Словаччини № 566/2001 «Про цінні папери та інвестиційні послуги», емітентом є юридична або фізична особа, яка, відповідно до законодавства, випустила, випускає або вирішила випустити цінний папір [46]. Вартість цінних паперів, що випускаються емітентом, зумовлюється ціною, за якою емітент пропонує цінний папір на первинному ринку. Ця ціна, відома як емісійна, є критично важливою для визначення первісних витрат та потенційного доходу.

При всьому вищевказаному державні емітенти мають дотримуватися особливих правил і процедур, що включають більш строгі вимоги до розкриття інформації, встановлені відповідно до Регламенту ЄС № 596/2014 про ринок зловживань [47], а також Директиви 2014/59/ЄС, що містить вичерпні положення, присвячені механізмам відновлення та ефективним стратегіям

вирішення криз, які можуть виникнути у банківських та інвестиційних компаніях [48]. Особлива увага приділяється тому, щоб інформація про фінансове становище, результати діяльності та зміни в економічних перспективах була прозорою і своєчасною, щоб забезпечити стабільність та захист учасників ринку цінних паперів.

Державний емітент може бути визначений як одна з таких структур:

- 1) ЄС;
- 2) країна-член, включаючи її державний адміністративний орган, агентство або спеціально створений суб'єкт країни-члена;
- 3) членом федерації, якщо вона є країною-членом федерації;
- 4) спеціально створена організація для кількох країн-членів;
- 5) міжнародна фінансова установа, заснована принаймні двома державами-членами, метою якої є мобілізація коштів і надання фінансової допомоги на користь її членів, які мають серйозні фінансові проблеми або яким загрожують серйозні фінансові проблеми;
- 6) Європейський інвестиційний банк [46].

У Польщі, відповідно до ст. 3 Закону Польщі «Про торгівлю фінансовими інструментами», також дається легальне визначення емітенту. Згідно цього визначення, емітент це суб'єкт, який випускає фінансові інструменти, від свого імені та має права і обов'язки за цими фінансовими інструментами [24]. Емітентом, тобто особою, яка випускає цінні папери на продаж, можуть виступати: фізичні або юридичні особи, казначейство, державний банк, фінансова установа, підприємство, місцевий уряд.

Емітенти цінних паперів класифікуються за такими категоріями:

За способом розміщення:

- 1) прямий, коли емітент самостійно проводить емісію та продаж цінних паперів;
- 2) іноземний, у випадку коли організацію випуску і розповсюдження цінних паперів доручено іноземній фінансовій інституції.

За країною походження:

- 1) національні;
- 2) іноземні [49].

Досвід Швеції демонструє, що емітентами цінних паперів, з метою залучення додаткового капіталу, є особи, які можуть випускати цінні папери для інвестиційних фондів та біржових інвестиційних фондів з метою створення диверсифікованих інвестиційних інструментів. Емітентами можуть бути як приватні компанії, так і державні організації. В залежності від свого статусу та потреб, вони випускають різноманітні фінансові інструменти:

- 1) компанії залучають капітал, випускаючи акції та облігації для підтримки ліквідності або фінансування інвестицій;
- 2) державні установи випускають облігації для забезпечення державного фінансування;
- 3) банки та кредитні установи пропонують деривативи, фонди та біржові інвестиційні фонди, діючи як емітенти;
- 4) постачальники фінансових послуг, які випускають кредитні картки, також відіграють роль емітентів;
- 5) центральні банки емітують банкноти, що є законним засобом платежу [50].

Натомість в Угорщині згідно із законом «Про обіг цінних паперів, інвестиційні послуги та біржу цінних паперів» від 1996 року роль емітентів відігравала держава сама по собі. Маючи центральну роль щодо випуску та обігу державних цінних паперів, місцевими органами влади які мають можливість випускати цінні папери для фінансувати місцеві проекти та потреби, Угорським національним банком який являє собою центральний банк країни та Державним інститутом розвитку [51]. Також важливо зауважити що в деяких випадках держава могла взяти на себе зобов'язання у здійсненні функцій емітента, що забезпечувало надійність і стабільність цих цінних паперів на ринку.

З вищевикладеного, можна зрозуміти, що для покращення регуляторного середовища України в контексті емісії цінних паперів варто звернути увагу на підходи, які використовуються в Словаччині, оскільки вони є прогресивними і

можуть бути корисними для України. Досвід Словаччини у сфері емісії цінних паперів, що акцентує на високій прозорості процесів, заслуговує на увагу України, оскільки він включає як юридичних, так і фізичних осіб у ролі емітентів, одночасно забезпечуючи відповідний рівень інформаційної відкритості. Ця відкритість є ключем до забезпечення довіри зацікавлених сторін на ринку, бо чітко викладені правила та визначення емітентів підвищують зрозумілість і прозорість ринку. На думку автора, для України, що прагне зміцнити довіру до емітентів та інтегруватися в міжнародні ринки цінних паперів, запозичення та адаптація подібних механізмів прозорості може стати ключовим фактором успіху в удосконаленні середовища адміністративно-правового регулювання і залученні інвестицій.

Окрім того, розглядаючи польське законодавство, Україна може винести досвід щодо класифікації емітентів, враховуючи спосіб розміщення та походження цінних паперів. Це дозволить встановити більш цільові регуляторні вимоги для національних та міжнародних емітентів. Акцент на розвитку інституційної основи та інфраструктури ринку, удосконалення регуляторних рамок, а також створення сприятливих умов для іноземних інвестицій є ключовими аспектами для підтримки ефективної роботи ринку цінних паперів. Впровадження цих змін може допомогти Україні інтегруватися у світову фінансову систему, підвищити ліквідність національного ринку цінних паперів та покращити інвестиційний клімат країни.

Отже, загалом у європейському законодавстві, подібно до українського, існує офіційне визначення поняття «емітент». Зокрема, ст. 2 Директиви 2004/109/ЄС Європейського парламенту та Ради від 15 грудня 2004 року визначає «емітента» як фізична або юридична особа публічного чи приватного права, включаючи державу, чії цінні папери допущені до торгівлі на регульованому ринку [52]. Аналогічні положення знайшли своє відображення у Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», який визначає емітентів як основних дійових осіб на ринку цінних паперів, чим підкреслює їх значення [31]. Таким чином, все це демонструє подібність між

українськими та європейськими нормами у питанні ролі емітентів, однак українське законодавство явно потребує додаткової роботи та удосконалення щодо законодавчої бази, необхідної для адміністративно-правового регулювання процесу випуску цінних паперів.

На ринку цінних паперів поруч з державою та місцевими органами влади ключову роль відіграють юридичні особи, в тому числі й іноземні суб'єкти, що здійснюють підприємницьку діяльність. Окрім того, емітентом може також виступити міжнародна фінансова організація, що від власного імені випускає емісійні цінні папери та приймає обов'язки за такими цінними паперами перед їхніми власниками, яку такою було визначено у ч. 2 ст. 4 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [31]. Юридичні особи, здійснюють емісію цінних паперів для різноманітних цілей: від залучення інвестицій та реалізації стратегічних комерційних операцій до дотримання нормативів, встановлених державою, та реорганізації корпоративної структури шляхом перерозподілу корпоративних прав [53, с. 34].

У зв'язку з тим, що відповідно до Закону України «Про затвердження Указу Президента України "Про введення воєнного стану в Україні"», Верховна Рада України схваливши Указ Президента України від 24 лютого 2022 року, негайно оголосила його через засоби масової інформації [54]. Згідно з цим, НКЦПФР, що здійснює регулювання адміністративно-правового забезпечення ринків фінансових послуг України, вжила заходів для зменшення негативних наслідків від воєнної агресії РФ та підтримання стабільності на фінансових ринках, прийняла рішення стосовно того, щоб надати відомості про наявність зв'язків із зарубіжними країнами, які належать до зони ризику, за період з 01.01.2021 по 31.12.2022, а саме: РФ, Республікою Білорусь, Ісламською Республікою Іран, Корейською Народною Демократичною Республікою, шляхом подання Комісії через суб'єкт, який здійснює активність з розголошення інформації, що підлягає регулюванню, від імені учасників ринку капіталів та професійних учасників організованих товарних ринків [55].

В умовах воєнного стану, регулятори адміністративно-правового забезпечення мають надзвичайно важливе значення для підтримки стабільності на ринку цінних паперів. Заходи можуть включати тимчасові обмеження на діяльність емітентів, посилення вимог до розкриття інформації та спеціальні програми підтримки для захисту від воєнних ризиків. Наприклад, можуть бути введені особливі регуляторні положення для зміцнення ліквідності емітентів, а також обмеження на продаж активів чи виведення капіталу з країни. Ці заходи мають на меті забезпечити функціонування ринку навіть у кризових умовах.

У рамках регуляторних норм адміністративно-правового забезпечення ЄС, концепції та засади діяльності емітентів цінних паперів єдино визначаються на основі загальноєвропейського законодавства, яке є обов'язковим для імплементації у національне право країн-членів. Це забезпечує уніфікований підхід до регулювання емітентів у відповідності з інтеграційними процесами та міжнародною фінансовою взаємодією, характерною для ЄС, гарантуючи при цьому їх визнання та дотримання усіма країнами-членами. Згідно з основними принципами, закріпленими у Директивах ЄС, емітенти підпорядковуються гармонізованим регуляторним нормам, що спрямовані на злагожене функціонування ринків цінних паперів та підвищення їх ефективності.

Зокрема, у ст. 1 Директиви Європейського парламенту та Ради 2001/34/ЄС від 28 травня 2001 року вказується, що у контексті дозволу на внесення цінних паперів до офіційного переліку фондової біржі та їхнього оприлюднення, під «емітентами» мають на увазі компанії, різноманітні юридичні структури та підприємства, які подають свої цінні папери на офіційний лістинг біржі [35]. Додатково, враховуючи значущість законодавчого регулювання в області цінних паперів на європейському рівні, відповідно до ст. 2 Регламенту ЄС 2017/1129 Європейського парламенту та Ради від 14 червня 2017 року, стосовно розміщення проспекту при пропозиції цінних паперів для публічного розміщення або їхнього допуску до торгів, поняття «емітент» інтерпретується як юридична особа, що випускає чи пропонує випуск цінних паперів [56].

Дія згаданого Регламенту не поширюється на певні категорії емітентів та цінних паперів, згідно з ст. 1, п. 2, які включають:

- 1) паї інвестиційних суб'єктів, випущені за винятком закритих фондів;
- 2) цінні папери, випущені країнами-членами або їх органами влади, публічними міжнародними організаціями, членами яких є країни-члени, Європейським центральним банком, а також центральними банками країн-членів;
- 3) частки в капіталі центральних банків країн-членів;
- 4) цінні папери, беззастережно та безвідклично гарантовані країною-членом або одним із регіональних чи місцевих органів влади країни-члена;
- 5) цінні папери, випущені асоціаціями з юридичним статусом або некомерційними організаціями, визнаними країною-членом, з метою отримання фінансування, необхідного для досягнення їхніх некомерційних цілей;
- 6) невзаємозамінні частки капіталу, основною метою яких є надання власнику права займати квартиру чи іншу форму нерухомого майна чи її частину, і якщо акції не можуть бути продані без відмови від цього права [56].

У цьому контексті варто розглянути критерії допуску цінних паперів до лістингу в країнах ЄС. Так, умови допуску цінних паперів на торги поділяються на дві категорії: загальні, які є стандартними та не залежать від типу цінного паперу, та спеціальні, які застосовуються до конкретних типів цінних паперів. Згідно з статтею 5 Директиви 2001/34/ЄС Європейського парламенту та Ради, з 28 травня 2001 року, щодо дозволу на розміщення цінних паперів в офіційному лістингу на фондовій біржі та публікації даних про них, одна з основних умов полягає в тому, що такі папери не можуть бути представлені до торгів на будь-якій фондовій біржі, розташованій у межах країн-членів ЄС, якщо не дотримані стандарти, встановлені цією Директивою.

Серед спеціальних вимог для допуску акцій на лістинг, приміром, можна вказати наступні:

1) юридичний статус підприємства повинен бути у відповідності з законодавством та нормативами, що регулюють його створення та операції, згідно з установчими документами;

2) прогнозована ринкова капіталізація акцій, які підлягають процедурі лістингу, або, у випадку коли капіталізацію визначити неможливо, сума капіталу компанії та її резервів, включаючи прибуток та збитки за останній фінансовий рік, має становити не менше ніж один мільйон євро. Тим не менш, країни-члени можуть дозволити лістинг, навіть якщо ця умова не виконана, у випадку, коли відповідні органи переконані, що ринок матиме достатню ліквідність для запропонованих акцій. Ринкову капіталізацію акцій країна-член може вимагати для допуску до лістингу, лише якщо в країні існує інший регульований, регулярно функціонуючий, визнаний відкритий ринок з вимогами, які є рівними або менш строгими, ніж вказані. Еквівалент у національній валюті має дорівнювати одному мільйону євро;

3) компанія має оприлюднити або представити свою річну фінансову звітність відповідно до національних законів за три фінансові роки, що передують подачі заявки на лістинг. В окремих випадках, компетентні органи можуть зробити виняток з цієї вимоги, якщо вони вважають, що це в інтересах громадськості або інвесторів, та якщо органи переконані, що інвестори мають доступ до достатньої інформації для прийняття обґрунтованого рішення щодо компанії та акцій, що плануються для допуску на фондову біржу [40, с. 234].

Окрім цього, Директива 2001/34/ЄС встановлює правила щодо допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі та вимоги до публікації інформації про них. Емітенти, у свою чергу, мають обов'язок забезпечувати прозорість, повідомляючи вичерпну інформацію про свій фінансовий стан та перспективи, і не мають права пропонувати цінні папери громадськості без публікації емісійного проспекту [57, с. 115].

Варто зазначити, що в рамках державної політики з розвитку фінансового ринку, особлива увага приділяється регулюванню діяльності емітентів, які мають лістинг на фондових біржах. Забезпечення регулярного котирування акцій є

важливим фактором, який сприяє підвищенню прозорості ринку та допомагає у прийнятті обґрунтованих рішень щодо питань інвестування. Аналіз міжнародного досвіду показує, що активність лістингових процесів є індикатором зрілості ринку. Наприклад, у Німеччині з наявних 2500 акціонерних компаній, 900 мають лістинг на фондовій біржі, тоді як у Великобританії з 11000 публічних компаній, більше ніж 2000 включено до біржового переліку. Щорічна динаміка цього процесу свідчить, що нові компанії постійно входять на біржу, а деякі покидають лістинг [39, с. 167].

На відміну від європейських практик, в Україні кількість компаній, які відповідають встановленим критеріям для лістингу та мають котирування на організованому ринку, є відносно невеликою. Так, відповідно до Директив ЄС, національне законодавство потребує подальших реформ, спрямованих на створення умов, які сприятимуть розширенню списку лістингових компаній. Це, в свою чергу, дозволить привабити інвестиції та зміцнити конкурентні позиції національного фінансового простору.

Також, для залучення додаткових інвестицій, є нагальною потребою розвивати регуляторне середовище, виходячи з кращих міжнародних практик. Це може означати реформування нормативно-правової бази стосовно лістингу акцій, удосконалення процедур внутрішнього контролю та аудиту у компаніях-емітентах, а також створення стимулів для залучення нових учасників на ринок. Приміром, можливим рішенням є впровадження спеціальних податкових режимів для зацікавлених сторін, які інвестують у цінні папери або зниження адміністративних бар'єрів для нових емітентів, що спрямовані на створення конкурентного та привабливого ринку, важливого для економічного зростання країни.

Отже, у контексті адміністративно-правового регулювання ринку цінних паперів, роль емітентів відіграє ключову роль для стабільності та розвитку фінансової системи України. Держава прагне до гармонізації національного законодавства з міжнародними стандартами, що сприяє прозорості та ефективності ринку. Важливим є впровадження реформ, які розширять коло

підприємств, кваліфікованих для лістингу, та покращать регуляторне середовище для залучення інвестицій. У цьому контексті, удосконалення правил і процедур для регулювання діяльності емітентів є критично важливим, особливо у зв'язку з воєнним станом та його потенційним впливом на фінансову стабільність. Регуляторні органи повинні активно контролювати дотримання емітентами встановлених норм, інтегруючи європейські передові практики для створення конкурентоспроможного фондового ринку. Ці заходи сприятимуть збільшенню кількості компаній з лістингом, зміцнять довіру до емітентів, та залучать інвестиції, що є важливим для забезпечення стабільності та привабливості фінансового сектору країни. Цілісний підхід до регуляції, який враховує як національні, так і міжнародні стандарти, є ключовим для забезпечення довгострокової стабільності та розвитку фондового ринку.

1.3 Адміністративно-правове забезпечення прав та обов'язків акціонерів як учасників ринку цінних паперів

На даний період, у сучасних світових умовах ринки цінних паперів відіграють ключову роль у розвитку фінансового сектора країн, де ринок цінних паперів виступає як важливий індикатор інвестиційних можливостей та фінансової стабільності. Акціонери, відіграючи одну з основних ролей на цьому ринку, мають свій правовий статус, який визначається комплексом законодавчих норм, регулюючих їхні права та обов'язки. В цьому контексті, значущість адміністративно-правового забезпечення акціонерів та акціонерних товариств зростає, оскільки державні регулятори контролюють процес випуску акцій, розкриття фінансової інформації та нагляд за діяльністю юридичних осіб для запобігання зловживань на ринку цінних паперів. Ефективне регулювання ринку передбачає не лише захист інтересів учасників ринку, але й забезпечення прозорості операцій та стабільності ринку цінних паперів.

Увага зосереджується на дослідженні, а також порівнянні регуляторних норм, які визначають адміністративно-правове регулювання акціонерів та

акціонерних товариств у різних країнах, включаючи Україну, Німеччину, Литву та Польщу. Вивчаючи ці норми, метою є не тільки з'ясування існуючих підходів до регулювання, але й ідентифікація найефективніших практик, які можуть бути адаптовані для удосконалення українського законодавчого та регуляторного середовища. Окрема увага приділяється ролі і функціям регуляторних органів у забезпеченні прозорості та ефективності ринку цінних паперів.

В Україні під терміном «акціонер» розуміється особа, яка є власником акції (цінного паперу), підтверджуючи цей статус тим, що передав певну суму грошей, майно або немайнові права у власність акціонерному товариству.

В обмін на свої дії, акціонер отримує ряд певних прав. Ці права включають в себе наступні аспекти:

1. Право на управління та контроль над акціонерним товариством, що дає можливість впливати на його рішення та політику;

2. Право на отримання відповідної частки від майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, після того, як будуть задоволені вимоги всіх кредиторів;

3. Право на частку прибутку у формі дивідендів, за умови, що прибуток розподіляється серед акціонерів [58].

Додатково, акціонери мають право активно втручатися у керівництво товариства, висуваючи своїх кандидатів або обираючи представників до органів управління. Також, акціонери, які є власниками акцій в товаристві, наділені можливістю значного впливу на його діяльність. Вони мають право вносити свій вклад у формування стратегічних напрямків та вибір шляхів розвитку компанії, а також брати активну участь у процесі прийняття рішень, що впливають на загальний курс та майбутнє акціонерного товариства. У своєму дисертаційному дослідженні Н. В. Рикова зазначає, що таке право акціонери реалізують через участь у загальних зборах, які є представницьким органом і де самі акціонери вирішують основні напрямки та стратегію розвитку компанії [59, с. 51]. Окрім того, вони мають право формувати керівні органи компанії та активно впливати на прийняття важливих рішень. Вони також здійснюють контроль за

ефективністю управління, вивчають фінансову звітність, а також взаємодіють з аудиторськими службами для перевірки діяльності товариства.

У контексті дослідження, важливо розглянути класифікацію акціонерів, оскільки це має значний вплив на управлінські процеси та стратегічні рішення в компаніях. Акціонери, які є ключовими стейкхолдерами, можуть бути розділені на дві основні категорії, міноритарних та мажоритарних. Можна зазначити, що міноритарні акціонери володіють відносно невеликими частками акцій компанії. Через обмеженість їхнього впливу на корпоративне управління та стратегічні рішення вони не можуть самостійно здійснювати істотний вплив на управлінські процеси в акціонерному товаристві [60, с. 380]. Що стосується мажоритарних акціонерів, то вони є власниками значних часток акцій компанії. Ці акціонери можуть бути як юридичними, так і фізичними особами. Володіння значною часткою акцій надає їм можливість впливати на ключові управлінські та стратегічні рішення [61, с. 111-112].

З огляду на те, що при розподілі акціонерів на міноритарних та мажоритарних, особлива увага приділялася захисту прав та інтересів перших, більшість з них стали акціонерами внаслідок широкомасштабної приватизації. Хоча законодавство України в області корпоративного управління зазнало певного прогресу, і в нього було введено ряд нових інститутів з метою вирішення недоліків в чинному законодавстві, проте питання розвитку системи корпоративного управління досі вимагає рішення.

Окрім вищенаведеної класифікації, акціонерів розрізняють і за наступними поділом на:

а) єдиних: всі акції знаходяться у руках однієї людини, що становить повний пакет;

б) роздрібних: пакет акцій, яким володіє особа, дозволяє йому мати мінімальний набір прав, включаючи участь у зборах акціонерів та отримання прибутку [62].

Закон України «Про акціонерні товариства» у Розділі V детально розписує права та обов'язки акціонерів. Згідно цього розділу, права акціонерів

залежать від типу акцій, якими вони володіють: проста чи привілейована. Відповідно до ст. 9 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», привілейовані акції забезпечують їх власникам переважні права, порівняно з власниками простих акцій, які включають можливість отримання частки прибутку товариства у формі дивідендів, частки у вартості активів товариства у випадку його ліквідації, а також мають можливість брати участь в керівництві товариством згідно з положеннями, що викладені у статуті та відповідно до регуляцій НКЦПФР, яка встановлює правила заснування, діяльності та припинення акціонерних товариств [31].

Згідно з ч. 2 ст. 28 Закону України «Про акціонерні товариства», встановлюються чіткі права, надані кожному власнику привілейованих акцій. Ці права охоплюють:

- 1) визначення розміру дивідендів та встановлення чіткої системи їх виплати;
- 2) встановлення вартості акцій у випадку ліквідації компанії та методик розрахунків, пов'язаних з ліквідацією;
- 3) регулювання умов та обставин, за яких можливо перетворення привілейованих акцій цього класу на акції іншої категорії, прості акції, чи інші види цінних паперів;
- 4) встановлення порядку надання інформації про діяльність товариства для власників акцій [38].

В Україні дивіденди по привілейованих акціях виплачуються з прибутку, отриманого за попередній рік, невикористаного прибутку або з резервного фонду, як це передбачено статутом акціонерної компанії. Ці виплати мають бути здійснені впродовж шести місяців після закінчення фінансового року, причому терміни виплат можуть коригуватися згідно з умовами. Акціонерне товариство не може виплатити дивіденди за привілейованими акціями одного класу до повної виплати дивідендів за інші привілейовані акції, чиї власники мають пріоритет у черговості отримання [38]. Водночас, акціонерне товариство зобов'язане слідувати законодавчим нормам для забезпечення фінансової

стабільності та захисту інтересів акціонерів, особливо власників різних класів акцій.

Також, в Україні дивіденди можуть бути виплачені не тільки з чистого прибутку звітного року, але й із нерозподіленого прибутку минулих років. Якщо в акціонерних товариствах за відсутності чи недостатності чистого, а також нерозподіленого прибутку, дивіденди за привілейованими акціями можуть виплачуватися з резервного капіталу або зі спеціального фонду. Рішенням НКЦПФР від 29.09.2011 р. №1376 затверджено порядок формування та використання цього спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями [63].

Натомість, беручи до уваги твердження О. А. Сьомченкова, то практика фондового ринку в нашій країні вказує на неособливу зацікавленість у роботі з привілейованими акціями. Додатково, привілейовані акції майже не зустрічаються в обігу на ключових торгових майданчиках організованого ринку і не стають об'єктом аналізу рейтингових агентств. Це виникає через проблеми у законодавчому регулюванні процесів емісії та обігу цього типу акцій [64, с. 65]. Причиною низької популярності привілейованих акцій можливо є їх специфічна природа, яка може не відповідати стратегії інвестування певних акціонерів. Проте, в країнах ЄС привілейовані акції вважаються популярним інструментом для залучення інвестицій.

Стосовно категорії простих акцій, то тут варто вказати, як передбачає ст. 9 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», вони наділяють їх власників правом на отримання частки прибутку товариства у формі дивідендів, правом брати участь у керуванні компанією, отримання частки в активах товариства при його ліквідації, а також іншими правами, передбаченими законодавством, яке регламентує процеси заснування, функціонування та розформування акціонерних товариств [31].

Кожна проста акція акціонерного товариства наділяє її власника, акціонера, однаковим набором прав. Відповідно до ч. 1 ст. 27 Закону України «Про акціонерні товариства», ці права включають:

- 1) брати участь в управлінні товариством;
- 2) на отримання дивідендів;
- 3) на частину вартості майна товариства або частини майна у разі його ліквідації;
- 4) доступ до інформації про фінансову діяльність товариства [38].

Важливо зазначити, що власник простих акцій має право вимагати 3% річних від суми затриманої виплати дивідендів та компенсації за інфляцією у разі їх затримки і може звертатися до судових органів для захисту своїх прав у випадку виникнення таких ситуацій. У контексті адміністративно-правового регулювання, НКЦПФР відіграє ключову роль у питанні виплати дивідендів, включаючи встановлення правил та нормативних актів, які спрямовані на забезпечення прозорості та справедливості на фондовому ринку. Ці заходи, відповідно до ст. 4 Положення про НКЦПФР, є важливими для захисту прав акціонерів та забезпечення належного функціонування ринку цінних паперів [65].

Ще одним основоположним майновим правом власника акцій є можливість отримати свою частку в активах товариства у разі його ліквідації. Так, згідно з ч. 1 ст. 137 Закону України «Про акціонерні товариства», при ліквідації платоспроможного акціонерного товариства в Україні, вимоги акціонерів задовольняються у наступному порядку: перша черга – відшкодовуються вимоги, пов'язані з ушкодженням здоров'я, каліцтвом або смертю, а також вимоги кредиторів із заставним забезпеченням; друга черга – розглядаються вимоги, що стосуються трудових відносин працівників та виплати авторам за їхні інтелектуальні права; третя черга – фіскальні вимоги, такі як податки і обов'язкові платежі; четверта черга – враховуються всі інші кредиторські вимоги; п'ята черга – дивіденди за привілейованими акціями, які не були виплачені; шоста черга – операції з викупу привілейованих акцій; сьома черга – виплати ліквідаційної вартості привілейованих акцій; восьма черга – операції викупу простих акцій; дев'ята черга – розподіл активів між власниками звичайних акцій залежно від їх часткового володіння [38]. Вимоги кожної

наступної черги задовольняються лише після повного задоволення вимог кредиторів (або акціонерів) попередньої черги.

Окрім численних і різноманітних за своєю класифікацією прав, акціонер також несе і певні суб'єктивні адміністративно-правові обов'язки в сфері державного управління. До них, зокрема, можна віднести такі:

1. Забезпечення належної поведінки – відповідно якої, акціонери мають діяти згідно з законами та регуляціями, що регламентують діяльність акціонерних товариств, що включає дотримання правил корпоративного управління, фінансової звітності та інших норм;

2. Взаємозв'язок обов'язків із суб'єктивними правами – полягає в тому, що обов'язки акціонерів пов'язані з їх правами як власників частки у компанії, наприклад, право на отримання дивідендів супроводжується обов'язком сплати податків з цих доходів;

3. Державний примус – відбувається у випадку порушення законодавчих норм, акціонери можуть зіткнутися з державним примусом, який може включати штрафи, адміністративні або навіть кримінальні санкції;

4. Межі та міра обов'язків – де обов'язки акціонерів обмежені законодавством та корпоративними положеннями, які мають бути чітко визначеними та не перевищувати рамки, встановлені законом [66, с. 192].

Отже, акціонер, будучи значною фігурою у світі фінансів, виконує не тільки роль внеску капіталу, але й повинен діяти відповідно до правил, що контролюються на вищому рівні. Такий аспект ще більш підкреслюється в контексті українського законодавства, де специфічні вимоги і правила визначаються Законом України «Про акціонерні товариства». Цей нормативний документ не тільки окреслює обов'язки та права власників акцій, але також конкретизує структуру власності, що може включати фізичних та юридичних осіб, а також державні та місцеві організації.

Так, правовий статус акціонерів в Україні, відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства», має велике значення, оскільки він зосереджується на конкретних аспектах володіння та управління. Згідно з ст. 5 цього закону,

акціонерами товариства можуть виступати як власники акцій товариства, так і держава через орган, який має повноваження у сфері управління державним майном, або територіальна громада представлена органом, що відповідає за управління комунальним майном [38].

Виділяють три основні категорії акціонерів: фізичні особи, юридичні особи, і публічні органи, такі як державні або комунальні. Окрім того, ці акціонерні товариства повинні відповідати специфічним вимогам регуляторів у сфері адміністративно-правового регулювання, які включають отримання відповідних ліцензій та дотримання стандартів корпоративного управління. Такі вимоги контролюються державними регуляторами, зокрема НКЦПФР, яка забезпечує регулювання та нагляд за діяльністю акціонерних товариств, що включає контроль за випуском та обігом акцій, гарантування дотримання законодавчих норм та захист прав акціонерів. У випадку вчинення корупційних правопорушень, збитки і шкода відшкодовуються, а права акціонерів відновлюються в повному обсязі [67, с. 89-90].

Участь держави та територіальних громад у акціонерних товариствах часто є частиною ширшої стратегії управління державним чи комунальним майном, що сприяє різноманітності поглядів та інтересів, корисних для стратегічного планування та прийняття рішень. Однак, така різноманітність може призвести до конфліктів інтересів між публічними органами та приватними акціонерами, тому важливо ретельно розробити і впровадити механізми управління компанією для забезпечення прозорості, відповідальності та захисту інтересів всіх учасників, особливо в умовах участі державних чи комунальних органів, де існує ризик політичного втручання або неправильного використання ресурсів. Згідно з думкою П. М. Пальчука, засновницькою діяльністю можуть займатися як юридичні, так і фізичні особи, які мають повний обсяг правоздатності за законодавством, а державні службовці, хоч і обмежені в можливості займатися підприємництвом, все ж можуть володіти корпоративними правами [68, с. 59].

При формуванні та виконанні операцій акціонерних товариств, де держава є одним із акціонерів, критично важливо дотримуватися конкретних вимог

передбачених Законом України «Про управління об'єктами державної власності» [69]. З огляду на унікальний характер участі держави, необхідно дотримуватись законодавства для захисту інтересів як держави, так і суспільства. Це може включати збільшення вимог до прозорості, обліку, а також відповідальності керівництва. Оскільки такі акціонерні товариства можуть відігравати стратегічну роль та бути засобом впровадження державних політик, необхідно звертати особливу увагу на їхню діяльність з боку регуляторних органів та суспільства.

Серед уповноважених державних органів можна виділити міністерства та інші органи, які підпорядковуються Кабінету Міністрів України. Державний орган має право затверджувати статутні документи підприємства, приймати рішення щодо його реорганізації або ліквідації, хоча їм не дозволяється втручатися в щоденну діяльність останніх [70]. Що стосується комунальних підприємств, то у цьому випадку уповноваженими органами є місцеві ради або місцеві органи державної влади, які діють у відповідності з Законами України «Про місцеве самоврядування в Україні» [70], а також «Про місцеві державні адміністрації» [71].

Окрім купівлі акцій на ринку цінних паперів або отримання їх внаслідок спадщини, чи як подарунок, особа може ініціювати створення акціонерного товариства самостійно і автоматично стати її першим власником акцій, варто відзначити, що засновники можуть бути як фізичними, так і юридичними особами. Згідно з ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства», акціонерне товариство може бути засновано однією особою, а також мати єдиного акціонера у випадку придбання однією особою всіх акцій товариства [38]. Такі особи мають ряд важливих обов'язків та відповідальностей у процесі створення товариства, включаючи підготовку установчих документів, визначення стратегії товариства та інші. Інформація про засновника акціонерного товариства має бути зареєстрована та оприлюднена згідно з процедурами, визначеними НКЦПФР, як регулятора адміністративно-правового забезпечення.

Також існує альтернативний метод для становлення власником акцій, який може стати вигідним для тих, хто прагне збільшити свою участь у компанії або

ввійти в акціонерний капітал вже існуючого підприємства, цей метод полягає у купівлі цінних паперів, що випущені в ході додаткової емісії, згідно з чинними нормами законодавства. Важливо слідкувати за новинами товариства, щоб не упустити можливість участі в додатковій емісії акцій, а також ознайомитися з процедурою їх придбання, оскільки це може вимагати певних навичок та дій з боку акціонера.

Враховуючи вищенаведене, потрібно розуміти, що отримання статусу акціонера особою, що взяла участь в підписці на акції додаткового випуску, може розтягуватися на певний час, до якого слід включити: підписку; планування та проведення загальних зборів товариства про схвалення результатів підписки; повну сплату акцій, на які було зроблено підписку (термін встановлюється умовами підписки та вже згаданими зборами товариства). Статусу акціонера зазначені особи набувають за умови: затвердження результатів підписки; повної сплати акцій протягом встановленого строку [72, с. 112].

Таким чином, ключовим фактором у виборі акціонерами купівлі акцій є не тільки можливість стати частиною товариства, але й потенційне посилення впливу на управління та стратегічні рішення. У контексті адміністративно-правового забезпечення, важливо розуміти, що мотивація акціонерів для купівлі акцій може бути різноманітною і часто включає бажання здобути контроль над емітентом. Ця стратегія, яка виходить за рамки простої купівлі цінних паперів, вимагає від акціонерів не лише фінансового вкладення, але й несення певної правової відповідальності.

З позиції органів, що здійснюють адміністративно-правове забезпечення, акціонери, які купують цінні папери, зокрема акції, часто мають різноманітні причини для цього. Однією з ключових мотивацій може бути бажання посилити власний вплив на управління емітентом та встановити контроль над ним. Так, з наявністю значних фінансових ресурсів, акціонери часто прагнуть придбати контрольні або крупні пакети акцій [73, с. 87], щоб зміцнити свої позиції в компанії та активно впливати на корпоративні процеси. Це не просто купівля

цінних паперів, а стратегічний крок, що надає акціонерам особливий правовий статус та відповідальність у структурі компанії.

Як вже зазначалось, для регулювання цієї сфери держава діє через спеціальні органи. Одним із основних органів, який має найбільші повноваження в сфері адміністративно-правового забезпечення, є НКЦПФР, діяльність якої регламентується відповідними нормативно-правовими актами. Даний орган забезпечує відповідальність за моніторинг і контроль щодо операцій на ринку цінних паперів, гарантуючи їх прозорість та чесність.

Відповідно до п. 3 Положення про НКЦПФР, ключовими завданнями цього адміністративно-правового регулятора є:

1) розроблення та впровадження єдиної державної стратегії, направленої на розвиток та ефективне функціонування ринку цінних паперів та похідних, з орієнтацією на гармонізацію з міжнародними нормами;

2) здійснення координації між різними органами державної влади, задіяними у процесі регулювання ринку цінних паперів та інших його похідних в Україні;

3) регламентація та контроль з боку органів державної влади за випуском та обігом цінних паперів та їх похідних на всій території України;

4) захист прав зацікавлених сторін на ринку шляхом попередження і припинення порушень в рамках своїх повноважень, згідно з діючим законодавством, та вживання відповідних заходів у випадку порушень;

5) забезпечення підтримки та стимулювання розвитку ринку цінних паперів та його похідних;

6) аналіз застосування законодавчих норм, пов'язаних з випуском та обігом цінних паперів в Україні, та розроблення рекомендацій, які стосуються його удосконалення;

7) регулювання та контроль у сфері колективного інвестування;

8) регулювання та контроль у сфері накопичувального пенсійного забезпечення;

9) моніторинг та регламентація у секторі попередження та боротьби з відмиванням коштів, отриманих нелегальними методами, а також протидія фінансуванню тероризму;

10) здійснення заходів, спрямованих на запобігання та боротьбу з корупцією;

11) нагляд за діяльністю небанківських фінансових груп та їхніх підгруп на консолідованій та субконсолідованій основі відповідно до законодавчих повноважень [65].

Більш детально про роль та безпосередню участь держави через регулятори адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів говорилося в першому підрозділі.

Для порівняння, варто проаналізувати досвід Польщі стосовно питання акціонерів, якщо розглядати приклад інших країн ЄС. У Польщі акціонером (власником акцій) може бути фізична або юридична особа, організаційна одиниця без статусу юридичної особи, а також учасник акціонерного товариства або акціонерного товариства з обмеженою відповідальністю.

Статус акціонера зумовлює низку прав та обов'язків, які регламентуються відповідними положеннями та законодавством. Одним із ключових прав, яке надається акціонеру, є право на участь у прибутку компанії, яке найчастіше реалізується у формі дивідендів. Розмір дивідендів, що призначаються кожному акціонеру, зазвичай визначається кількістю акцій, якими він володіє, і вони виплачуються після завершення фінансового року та аудиту фінансових звітів компанії. Рішення про розподіл прибутку серед акціонерів приймається на Загальних зборах акціонерів. Іншим важливим правом, яке надається акціонерам, є переважне право на придбання нових акцій, пропорційно до частки, яку вони вже мають у компанії, при цьому випуск нових акцій відбувається відповідно до рішень, прийнятих на цих Загальних зборах.

Окрім вищенаведених прав акціонерів, їхні права також включають:

1) право на відчуження акцій, де акціонер має право продати належні йому акції;

2) частка в ліквідаційних активах, яка після проведення ліквідаційної процедури компанії та погашення зобов'язань розподіляється між іншими акціонерами;

3) участь у Загальних зборах акціонерів, голосування під час Загальних зборів або їх скликання (за окремими винятками);

4) право на отримання відомостей про товариство, включаючи право управління простим акціонерним товариством;

5) право на оскарження постанов.

Іншим важливим правом, яке надається акціонерам, є переважне право на придбання нових акцій. Окрім цього, привілейовані акції наділяють їхніх власників додатковими пільгами: головною з яких є забезпечення виплати заздалегідь встановленого (фіксованого) проценту на акції, незалежно від того, чи отримує акціонерне товариство прибуток, що суттєво відрізняє їх від простих акцій. Відповідно до Кодексу комерційних компаній Польщі, акціонерне товариство має можливість випускати привілейовані акції, які мають виключно особистий характер і надають акціонерам певні пріоритети у голосуванні, отриманні дивідендів або при розподілі майна товариства у випадку його ліквідації. Однак, треба взяти до уваги, що ці переваги не діють при здійсненні права голосу за привілейованою акцією, якщо акціонерне товариство є публічним [74].

Акціонери, окрім численних прав, також несуть певні обов'язки в компаніях, чийми акціями вони володіють. Основний обов'язок акціонера полягає у повній оплаті придбаних акцій за ціною їх випуску, що є внеском до статутного капіталу компанії. Якщо акціонер не виконає це зобов'язання, його акції можуть бути визнані недійсними, а за несвоєчасне погашення можуть бути нараховані відсотки або компенсація. Інший важливий обов'язок акціонера полягає у необхідності інформувати компанію та Польський фінансовий нагляд про придбання чи продаж значного пакету акцій. При цьому існують відсоткові пороги для інформування, які враховують збільшення або зменшення кількості

голосів на Загальних зборах акціонерів, включаючи пороги перевищення 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% та 75% загальної кількості голосів [75].

Управління фінансового нагляду є центральним урядовим адміністративним органом в Польщі, відповідальним за регулювання польського фондового ринку та нагляд у цій сфері. Цей орган визначається як ключовий державний орган у контексті фінансового ринку країни. Членство Польщі в ЄС також передбачає діяльність органів, які є частиною Європейської системи фінансового нагляду. Основним завданням Управління фінансового нагляду Польщі є нагляд за фінансовим ринком, зокрема за окремими секторами, за які воно відповідає. Управління зобов'язане використовувати різноманітні інструменти – авторитетні та неавторитарні – для належного функціонування фінансового ринку. Це включає інформування контрольованих суб'єктів про їхні права та обов'язки, що впливають з тлумачення закону, який до них застосовується, забезпечуючи їх впевненість та стабільність [76, с. 47].

Іншим важливим завданням Управління, зазначеним у ст. 4 розділ 1 п. 3 Закону «Про нагляд за фінансовим ринком», є вжиття заходів, спрямованих на розвиток фінансового ринку та підвищення його конкурентоспроможності [77]. У цьому контексті, діяльність Управління полягає у дослідженні та аналізі ринку, оприлюдненні зібраних даних, а також у наданні рекомендацій контрольованим суб'єктам.

В контексті цих заходів, особливо важливим аспектом є забезпечення прав і можливостей акціонерів, що є ключовими учасниками фінансового ринку. Як приклад, досліджуючи досвід Польщі, акціонери мають можливість звертатися до акціонерного товариства із проханням про схвалення продажу своїх акцій. Ця процедура визначена внутрішніми документами компанії і, якщо статут компанії вимагає підтвердження для продажу акцій, акціонер має право подати відповідний запит. У разі, якщо компанія відмовляє в схваленні, то відповідно до Кодексу комерційних компаній, вона зобов'язується вказати альтернативного покупця для акцій акціонера протягом двох місяців [74]. У випадках продажу акцій через виконавчі процедури згода компанії не потрібна, але існують

обмеження, особливо для приватних компаній з обмеженою відповідальністю, де акціонери часто повинні пропонувати акції на продаж іншим акціонерам або отримувати дозвіл від компанії.

Таким чином, аналізуючи роль акціонерів в Україні та Польщі, можна зробити висновок про суттєві відмінності та можливості для удосконалення української моделі. Українські акціонери, які можуть бути фізичними та юридичними особами, державою та територіальними громадами, мають значний набір прав, включаючи управління компанією, отримання дивідендів та частки в майні при ліквідації товариства. Водночас, відповідно до норм НКЦПФР, вони зобов'язані вносити капітал та забезпечувати прозорість своєї участі, оскільки регулятор забезпечує адміністративно-правовий контроль ринку цінних паперів, він відіграє ключову роль у формуванні правил гри на фондовому ринку.

З іншого боку, Польща демонструє більшу гнучкість у визначенні акціонерів, дозволяючи статус акціонера організаційним одиницям без юридичного статусу. Привілейовані акції з додатковими пільгами та правами є ключовою особливістю польського підходу до корпоративного управління. Стосовно питання державного регулятора, то Управління фінансового нагляду у Польщі має розширені повноваження у регулюванні фондового ринку. Враховуючи вищезазначене, автор вважає, що Україні слід розглянути можливості для збільшення гнучкості в класифікації акціонерів та запровадження більш адаптивних привілейованих акцій для залучення інвестицій. Посилення ролі НКЦПФР, його регуляторних норм адміністративно-правового забезпечення фондового ринку також може сприяти створенню більш стабільного і прозорого інвестиційного середовища в Україні, використовуючи кращі практики міжнародного досвіду.

Досліджуючи досвід Литви, ми можемо знайти ще один приклад порівняння, де акціонером виступає особа, компанія, організація або інша юридична особа, яка придбала акції акціонерного товариства або закритого акціонерного товариства, що оформлено відповідно до порядку, встановленого

законодавством, яке дозволяє акціонерам отримати власні права на частку в капіталі цих товариств.

Найбільш популярними способами стати акціонером товариства є: придбання акцій під час створення товариства, коли засновники укладають установчий договір і реєструють його, стаючи таким чином акціонерами; збільшення статутного капіталу товариства з випуском нових акцій, які можуть придбати як існуючі акціонери, так і нові особи; купівля-продаж акцій, при якій існуючий акціонер продає свої акції, а покупець, придбавши їх, стає новим акціонером; дарування акцій, коли власник акцій передає їх безоплатно іншій особі за договором дарування, що часто відбувається у сімейних відносинах; та успадкування акцій, коли після смерті акціонера його спадкоємці успадковують акції, стаючи акціонерами компанії [78].

Особа (акціонер), що володіє акціями, вважається власником або співвласником (у разі наявності двох і більше власників) товариства, яке їх випустило, і має такі права:

Майнові права:

- 1) отримувати дивіденди;
- 2) одержувати кошти товариства, коли статутний капітал товариства зменшується для виплати акціонерам коштів товариства;
- 3) отримувати безоплатно акції при збільшенні статутного капіталу за рахунок коштів товариства;
- 4) право першочергового придбання акцій або конвертованих облігацій, випущених товариством, окрім випадку, коли збори акціонерів приймають рішення про скасування права першочергової покупки для всіх акціонерів у порядку, передбаченому законодавством;
- 5) кредитувати підприємство в установленому законодавством порядку;
- 6) отримати частку в активах ліквідованого товариства;
- 7) інші майнові права, встановлені законодавством.

Немайнові права:

- 1) брати участь у зборах акціонерів;

2) завчасно подавати товариству питання щодо питань порядку денного зборів акціонерів;

3) право голосу на зборах акціонерів надається акціями;

4) отримати інформацію про компанію;

5) звернутись до суду з позовом про відшкодування товариству шкоди, завданої невиконанням або неналежним виконанням обов'язків керівника та членів правління товариства, встановлених законом, а також статутом товариства, чи інших випадках;

б) інші немайнові права, передбачені законодавством.

Права та обов'язки акціонерів регулюються відповідними законами та статутом товариства, при цьому майнові та немайнові права, встановлені законодавством, не можуть бути обмежені, за винятком випадків, передбачених законом. Акціонери не несуть жодних інших фінансових зобов'язань перед товариством, окрім необхідності оплати передплачених акцій за ціною емісії. У випадку, коли на загальних зборах акціонерів ухвалено рішення про покриття збитків товариства за рахунок додаткових акціонерних внесків, лише акціонери, які проголосували «за», зобов'язані їх сплатити, тоді як ті, хто не брали участі у зборах або голосували проти, мають право відмовитися від таких внесків [79].

В Литві, регулювання адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів здійснюється Банком Литви. Цей орган, як регулятор несе відповідальність за нагляд та контроль за фінансовими ринками, включно з ринком цінних паперів, а також за регулювання діяльності фінансових інститутів. Функції Банку Литви охоплюють підтримку стабільності національної фінансової системи, захист інтересів користувачів фінансових послуг, а також забезпечення раціональної роботи фінансових ринків. Більше того, Банк Литви регулює діяльність учасників ринку цінних паперів, медіює у спорах між ними та управляє міжнародними резервами країни [80].

Таким чином, можна відзначити, що Україна та Литва володіють добре налагодженими механізмами контролю за ринком цінних паперів. Однак, основна відмінність полягає у структурі та органах, які забезпечують це

регулювання. В Україні ключову роль адміністративно-правового регулятора відіграє НКЦПФР, тоді як у Литві централізована роль приділяється Банку Литви. Централізація в Литві може забезпечувати більшу єдність та ефективність у вирішенні регуляторних питань. Обидві країни мають схожі підходи до захисту прав акціонерів, які охоплюють майнові та немайнові права. Ці права включають можливість участі в управлінні товариством, отримання дивідендів, право на інформацію тощо. Важливим є той факт, що обидві країни підкреслюють важливість прозорості та справедливості у відносинах між акціонерами та компанією.

На думку автора, Україна може взяти на озброєння деякі аспекти литовського досвіду, зокрема централізоване регулювання та ефективний нагляд. Це може включати зміцнення ролі центрального регулятора, забезпечення кращої координації між різними органами, що задіяні в регулюванні ринку, а також впровадження більш прозорих процедур для акціонерів. Враховуючи вищезазначене, Україна має потенціал для подальшого розвитку та покращення своєї системи регуляторів адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів, де особлива увага повинна бути приділена забезпеченню прозорості, захисту прав акціонерів та ефективності регуляторних механізмів. Це, у свою чергу, сприятиме залученню інвестицій та стабільності фінансових ринків.

Розглядаючи практику Німеччини, то акціонером в даній країні визнається як фізична, так і юридична особа, яка є власником частки в капіталі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю і є учасником цього товариства [81]. Закон «Про акціонерну корпорацію» у § 1 передбачає, що акціонерне товариство є компанією з власною юридичною особою. Воно має статутний капітал, поділений на акції, і за зобов'язаннями товариства перед кредиторами відповідає лише майно товариства [82].

Акціонери можуть розрізнятися відповідно до кількості акцій, якими вони володіють, та їхнього наміру придбати більше. Мажоритарний акціонер – це особа або група осіб, які володіють принаймні 50% акціонерного капіталу

акціонерного товариства. Міноритарний акціонер володіє пакетом акцій, який є достатнім для претендування на права меншості. Малі акціонери, на відміну від великих, володіють лише кількома акціями компанії та мають обмежений вплив на акціонерне товариство. Кожен акціонер через свої акції є партнером у акціонерній компанії, беручи участь у ризику, тобто у прибутку чи збитку свого товариства, пропорційно до своєї частки (пакету акцій) [83].

До основних прав акціонера належать ряд важливих повноважень та привілеїв, які включають:

1. Право на дивіденди (частку в балансовому прибутку);
2. Право власності (збереження частки в статутному капіталі при збільшенні капіталу);
3. Право на частку виручки від ліквідації при ліквідації акціонерного товариства;
4. Адміністративні права (захист інтересів акціонерів);
5. Право подання заявки на проведення загальних зборів;
6. Право участі у загальних зборах;
7. Право голосу при проведенні загальних зборів;
8. Право на отримання інформації про роботу товариства, що потрібна для вирішення питань порядку денного при проведенні загальних зборів;
9. Право на оскарження рішень, прийнятих на загальних зборах [84].

Щодо обов'язків акціонера, то вони обмежуються здійсненням платежів до акціонерного товариства повної оплати номінальної вартості або вищої вартості випуску акції відповідно, а також до внесків у натуральній формі, зазначених у статуті [85]. Також, § 55 Закону «Про акціонерну корпорацію», додатково визначає такі зобов'язання акціонерів:

1. Обов'язок надавати періодичні негрошові виплати на додаток до внесків до статутного капіталу, якщо передача акцій здійснюється за згодою компанії;
2. Закріплення питання, чи будуть ці послуги платними або безоплатними;
3. Обсяг послуг, що мають бути зазначені в акціях та тимчасових сертифікатах;

4. Штрафні санкції, у випадку невиконання або неналежного виконання зобов'язань [82].

З урахуванням цих обов'язків акціонера, передбачених § 55 Закону Німеччини «Про акціонерну корпорацію», увагу слід приділити процесу підписки на нові акції. Цей процес, регламентований § 185 Закону, який вимагає від акціонерів не тільки знання своїх основних обов'язків, але й розуміння деталей підписної форми. Цей документ охоплює критично значущу інформацію, яка не лише відображає вердикт щодо підвищення статутного капіталу, але також визначає розмір виплат, обсяг додаткових обов'язків, та інші важливі деталі, пов'язані з цим процесом.

Для участі в підписці на нові акції, необхідно подати детальну письмову заяву, відому як форма підписки. Ця форма, що представляє собою ключовий документ, є офіційною реакцією акціонера на пропозицію збільшення основного капіталу, має включати:

- дату ухвалення рішення про збільшення статутного капіталу;
- вартість емісії акцій, визначений розмір виплат та обсяг додаткових зобов'язань;
- визначення для збільшення капіталу за рахунок внесків у натуральній формі та, у випадку декількох класів акцій, розмір капіталу, що відноситься до кожного класу;
- момент часу, з якого підписка стає необов'язковою, якщо до цього часу збільшення статутного капіталу не було зареєстровано [82].

Державним регулятором адміністративно-правового забезпечення у Німеччині визнається Федеральна служба фінансового нагляду. Ця служба є незалежним органом фінансового регулювання, підпорядкованим Федеральному міністерству фінансів. Окрім вищенаведеного, Федеральна служба фінансового нагляду також відповідає за єдиний національний нагляд за банками, кредитними установами, страховими компаніями, компаніями, що надають фінансові послуги, брокерами та фондовими біржами. У випадку виявлення цією службою фактів, які свідчать про кримінальні правопорушення, справа

передається до правоохоронних органів. Служба може й власними силами карати правопорушників, накладенням штрафів [86, с. 128]. Ця модель розроблена для забезпечення прозорості та ефективного керування фінансовими ринками. Федеральна служба фінансового нагляду належить свобода та незалежність у своїй діяльності, а також їй надано можливість інформувати міністерство лише у критичних випадках, як-от у ситуаціях, що стосуються великих корпорацій або впливу на стабільність фінансових ринків [87].

Таким чином, Німеччина має деталізовану правову основу для регуляторів адміністративно-правового забезпечення акціонерних товариств, яка включає в себе чітке визначення прав і обов'язків акціонерів, а також добре розвинуті механізми захисту прав акціонерів, зокрема в питаннях голосування та оскарження рішень, що може слугувати прикладом забезпечення більшої прозорості ринку для України. Окрім того, німецька Федеральна служба фінансового нагляду ефективно регулює та здійснює нагляд за фінансовими ринками, на що також варто звернути увагу, оскільки автор вважає, що така практика може бути для України корисною у прагненні до підсилення власної регулятивної структури та стабільності на фондовому ринку.

Загалом, порівняння регуляторів адміністративно-правового забезпечення України та Німеччини у сфері акціонерів та акціонерних товариств виявляє певні ключові різниці, зокрема у питаннях юридичного регулювання, прав та обов'язків акціонерів, а також у механізмах державного нагляду та регулювання. Німецька модель пропонує більш структурований і детальний підхід, особливо щодо захисту прав акціонерів та ефективності державного нагляду. Україна може скористатися досвідом Німеччини для подальшого удосконалення своєї правової бази, посилення захисту прав акціонерів і підвищення ефективності державного регулювання. Це сприятиме створенню стабільного та прозорого фінансового ринку, що є ключовим для залучення інвестицій та підтримки розвитку країни.

Отже, аналіз регуляторів адміністративно-правового забезпечення акціонерів та акціонерних товариств в Україні, Німеччині, Литві та Польщі

демонструє важливість комплексного та багатогранного підходу до цього питання. Кожна країна має свої унікальні особливості та практики в регулюванні фондового ринку, які можуть служити цінним джерелом навчання та ідей для України у її прагненні до удосконалення власної системи.

Важливим є не тільки захист прав акціонерів, але й забезпечення ефективного функціонування ринку цінних паперів через прозорість, відповідальність та активний державний контроль. Німецька модель Федеральної служби фінансового нагляду з її централізованим підходом до регулювання фінансових ринків, литовська практика централізованого регулювання через Банк Литви, а також гнучкість польського правового поля у визначенні статусу акціонерів можуть служити важливими орієнтирами для України, якщо остання бажає розробити та впровадити більш ефективні механізми регуляторів адміністративно-правового забезпечення, що враховуватимуть кращі міжнародні практики та відповідати внутрішнім потребам ринку. Такі кроки дозволять залучити більше інвестицій, забезпечити стабільність фінансових ринків і зміцнити довіру зацікавлених сторін на ринку, що є ключовими факторами для сталого фінансового розвитку країни.

Висновки до 1 розділу:

В рамках дослідження, зосередженого на адміністративно-правовому регулюванні емітентів та акціонерів на ринку цінних паперів, був проведений детальний аналіз та всебічний огляд, включаючи характеристику ключових учасників та ідентифікацію аспектів, що потребують удосконалення, і на основі зібраних даних вказано на важливість збалансованого підходу до регулювання, що сприяє захисту інтересів учасників ринку та його стабільності, розвитку теоретичного і практичного розуміння теми, а також у результаті сформульовані конкретні пропозиції для поліпшення даної проблематики та запропоновані наступні висновки:

1. Аргументується позиція про необхідність застосування досвіду Європейського Союзу та Директиви 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів II для покращення впровадження політик, особливо у контексті збільшення контролю прозорості на фондовому ринку, захисту ринку цінних паперів від шахрайства та інших неправомірних дій, адміністративно-правового регулювання в контексті використання внутрішньої інформації та управління конфліктом інтересів, а також сприяння гармонізації українського ринку цінних паперів з міжнародними практиками.

2. Одним із ключових факторів успіху в удосконаленні середовища адміністративно-правового регулювання і залученні інвестицій повинен стати процес зміцнення довіри до емітентів та інтеграції в міжнародні ринки цінних паперів, який передбачає запозичення і адаптацію словацьких механізмів, з включенням юридичних та фізичних осіб у ролі емітентів, одночасно забезпечуючи їм відповідний рівень інформаційної відкритості та прозорості.

3. Для створення більш стабільного і прозорого інвестиційного середовища в Україні слід розглянути можливості для збільшення гнучкості в питанні класифікації акціонерів, дозволяючи ставати акціонерами організаційним одиницям без юридичного статусу та впроваджувати привілейовані акції більш широкого вибору для залучення інвестицій на прикладі Польщі, а також, використовуючи практику міжнародного досвіду, розширити повноваження НКЦПФР у питанні її регуляторних норм адміністративно-правового забезпечення фондового ринку, що посприє створенню більш стабільного і прозорого інвестиційного середовища в Україні.

4. Пропонується взяти на озброєння деякі аспекти литовського досвіду, зокрема централізоване адміністративно-правове регулювання та ефективний нагляд за ринком цінних паперів, що включатиме зміцнення ролі центрального регулятора, забезпечення кращої координації між різними органами, задіяними в регулюванні ринку, а також впровадити більш прозорі процедури для акціонерів, де особлива увага повинна бути приділена забезпеченню прозорості,

захисту прав акціонерів та ефективності регуляторних механізмів, що сприятиме стабільності та залученню інвестицій.

5. Для підсилення регулятивної структури та стабільності на фондовому ринку Україні буде корисно вивчити досвід Німецької Федеральної служби фінансового нагляду як ефективного регулятора, який забезпечує адміністративно-правове регулювання, зокрема в сфері єдиного національного нагляду, маючи свободу та незалежність у здійсненні своєї діяльності.

РОЗДІЛ 2

АДМІНІСТРАТИВНО-ПРАВОВИЙ ЗАХИСТ ПРАВ ТА ІНТЕРЕСІВ ЕМІТЕНТІВ ЯК УЧАСНИКІВ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПОРВНЯЛЬНО-ПРАВОВИЙ АНАЛІЗ

2.1 Повноваження регуляторів ринку цінних паперів у сфері захисту емітентів

У контексті глобалізації та розвитку ринків цінних паперів емітенти, як ключові учасники цього процесу, відіграють вирішальну роль у створенні та розвитку ринку, пропонуючи різноманітні фінансові інструменти та послуги. Їх активність не тільки формує пропозицію на ринку цінних паперів, але й визначає напрями його розвитку, створюючи нові можливості та сприяючи його динаміці й інноваційності. Випуск та обіг цінних паперів вимагає від емітентів не лише залучення капіталу, але й високого рівня відповідальності перед партнерами, а також адміністративно-правовими регуляторами, забезпечуючи дотримання встановлених правил та норм етичної поведінки.

Відповідно до міжнародних та національних правових норм, емітенти зобов'язані відповідати прозорості своєї діяльності, відкритості інформації про фінансові результати, ризики та стратегічні плани. Це включає забезпечення прав, захист інтересів, та виконання обов'язків перед іншими зацікавленими сторонами на ринку. Сам захист прав та інтересів емітентів, таким чином, є найважливішою частиною регулятора адміністративно-правового забезпечення ринку цінних паперів, спрямованого на підтримання його стабільності, прозорості та справедливості. Оскільки, здійснюючи дотримання цих принципів, емітенти не тільки відповідають на виклики глобалізації, але й сприяють підвищенню ефективності фінансових ринків.

В умовах, коли захист прав та інтересів емітентів виступає як критичний елемент у регулюванні ринку цінних паперів, забезпечуючи його стабільність, прозорість, а також справедливість, значущість регуляторів адміністративно-

правового забезпечення набуває особливої ваги. Такі регулятори, встановлюючи стандарти звітності, прозорості та етичної поведінки, виконують надзвичайно важливу роль, запобігаючи маніпуляціям на ринку та зловживанню інсайдерською інформацією, тим самим забезпечуючи рівні умови для усіх учасників. Державні органи, відповідаючи за адміністративно-правове забезпечення, через податкові пільги та підтримку інноваційних фінансових інструментів, не тільки стимулюють зростання та диверсифікацію ринку, гарантуючи його стабільність як ключову складову фінансового розвитку, але й відіграють роль каталізатора у відповіді на виклики глобалізації, підвищуючи ефективність фінансових ринків.

Так, адміністративно-правові регулятори забезпечують нагляд та здійснюють контроль за операціями емітентів і їх діями під час випуску цінних паперів у межах території України. За її межами, діяльність емітентів підпорядковується міжнародним правовим принципам, затвердженим Міжнародною асоціацією комісій з цінних паперів. Ці принципи, які становлять основу діяльності емітентів, зібрані у програмному документі «Цілі та принципи з Положення про цінні папери». У відповідності до зазначених принципів, емітенти зобов'язані:

- 1) забезпечувати доступ до повної, актуальної та точної інформації про свою діяльність, що може впливати на інвестиційні рішення;
- 2) підтримувати прозорі та недискримінаційні взаємини з акціонерами;
- 3) дотримуватися облікових та аудиторських стандартів відповідно до міжнародних вимог [88].

Адміністративно-правове регулювання сфери ринку цінних паперів забезпечує строгий контроль та зміцнення прозорості та довіри на фондовому ринку, важливо для забезпечення рівних умов участі всіх сторін. Важливою складовою цього є адаптація емітентів до змінних міжнародних та національних стандартів, що вимагає ретельного забезпечення сталого розвитку та конкурентоздатності на глобальному ринку. Державні інституції, такі як НКЦПФР, де згідно з ст. 4 регулятивних вимог цього Положення, визначаються

критерії та здійснюється нагляд за процедурою випуску цінних паперів, зобов'язуючи видачу інформації від емітентів цих паперів з точністю та прозорістю, особливо при залученні до загальнодоступного розподілу їхніх активів [65].

У галузі ринку цінних паперів, що неодмінно пов'язана з ризиком, важливо законодавчо визначити, за які саме дії емітент може понести відповідальність. Законодавство, розкриваючи конкретні форми правопорушень, відіграє ключову роль у захисті прав та інтересів емітента, надаючи йому інформацію про те, від яких дій він повинен утримуватися. Таке законодавче закріплення сприяє зрозумілості та передбачуваності правового поля для емітентів, а також забезпечує захист їх інтересів, допомагаючи уникнути потенційних правопорушень. Емітент несе відповідальність перед учасниками ринку згідно з положеннями, що закріплені в ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», основними з яких є:

1) необхідність законного розміщення цінних паперів: емітенти повинні забезпечити, що всі цінні папери розміщуються на ринку після їх належного реєстрування в установлених законодавством органах;

2) актуальність та достовірність інформації: емітент має відповідати за надання точної та своєчасної інформації інвесторам, уникнення затримок у комунікації та утримання від публікації помилкових або введених в оману даних;

3) дотримання рішень регулятора: емітент зобов'язаний своєчасно і повно виконувати всі вимоги та розпорядження НКЦПФР, направлені на забезпечення дотримання законодавства;

4) контроль за інсайдерською інформацією: емітент має уникати розкриття інсайдерської інформації та її неправомірного використання в цілях забезпечення справедливого та ефективного функціонування ринку;

5) відповідність умовам проспекту емісії: емітент повинен строго дотримуватись умов, викладених у проспекті емісії або в рішенні про випуск

цінних паперів, забезпечуючи таким чином прозорість та відповідальність перед інвесторами [12].

В Україні захист прав емітентів забезпечується, головним чином, за допомогою Закону «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» і контролюється НКЦПФР. Основні механізми включають вимоги щодо розкриття інформації, регулювання інсайдерської торгівлі та встановлення справедливих та організованих практик торгівлі. Окрім того, слід зазначити, що наведений перелік можливих захисних заходів не є остаточним, оскільки емітенти мають повне право звертатися до інших правових інститутів для забезпечення захисту у випадках порушень.

Держава пропонує ряд адміністративно-правових регуляторів у вигляді нормативних-правових актів, які покликані регламентувати розкриття інформації емітентом. Серед них важливе місце займають такі Закони України, як «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», який закладає правовий фундамент для ефективної діяльності та нормативного регулювання ринків капіталу, а також організованих товарних ринків. Даний закон визначає процедуру ліцензування, встановлює правила для учасників ринку та стандарти щодо розголошення інформації від емітентів. Це сприяє забезпеченню чіткості та захисту прав інвесторів, забезпечуючи їм доступ до надійної інформації стосовно операцій емітентів [31]. Також є «Про акціонерні товариства», що визначає правила, які стосуються управління цими товариствами, проведення корпоративних заходів та вимоги до розкриття інформації. Він зобов'язує емітентів акцій забезпечувати прозорість своєї діяльності, регулярно публікувати фінансову звітність, інформацію про значущі юридичні події, а також відомості про внутрішні зміни. Таким чином, закон спрямований на зміцнення корпоративного управління, підвищення довіри інвесторів та захист прав емітентів через чіткі корпоративні процедури [38]. Існує також закон «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», що встановлює основи для здійснення державного контролю, а також регулювання роботи емітентів на ринку капіталу та організованих товарних ринках. Цей закон

впливає на емітентів, встановлюючи вимоги до ліцензування, стандарти ділової практики, а також обов'язки з розкриття інформації. Він забезпечує прозорість діяльності емітентів та створює правові умови для їхньої стабільної та відповідальної роботи на ринку, сприяючи тим самим захисту їхніх інтересів і підтримці довіри з боку учасників ринку [12].

Окрім вищезазначених законів, існує низка положень, які регулюють та здійснюють адміністративно-правове забезпечення даного процесу, серед яких особливо важливими є Положення про формування інформаційної бази даних про ринок цінних паперів, що регулює збір, збереження, обробку та розповсюдження інформації, яка стосується ринку цінних паперів. Воно впливає на емітентів, зобов'язуючи їх надавати необхідні дані для включення до інформаційної бази, що сприяє прозорості та доступності інформації про їх діяльність та фінансовий стан для регуляторів [89]. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, що визначає вимоги до емітентів щодо регулярного та своєчасного розкриття інформації про їх фінансовий стан, результати діяльності, значущі факти та інші важливі дані. Вплив цього положення полягає у забезпеченні прозорості та захисту зацікавлених сторін ринку, надаючи їм достатньо інформації для того, щоб бути обізнаними в питаннях інвестування [90]. Положення про порядок складання та розкриття інформації компаніями з управління активами та особами, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, та подання відповідних документів до НКЦПФР, яке встановлює правила для управлінських компаній і осіб, які управляють активами, включаючи необхідність розкриття інформації про їх діяльність, інвестиційні портфелі, та результати управління активами. Вплив полягає в забезпеченні прозорості управління активами та захисту прав учасників пенсійних фондів та інших інвесторів [91]. Положення щодо порядку взаємодії осіб, що зобов'язані розкривати інформацію на фондовому ринку, з особою, уповноваженою НКЦПФР на розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР, що визначає процедури та зобов'язання емітентів та інших ринкових учасників щодо розкриття

інформації та взаємодії з уповноваженими особами. Воно забезпечує ефективне розповсюдження інформації на ринку, сприяючи прозорості та надійності фондового ринку [92].

Для всебічного розуміння регуляторів адміністративно-правової системи, також можна додати й інші нормативно-правові акти про Концептуальні засади функціонування загальнодоступної інформаційної бази даних НКЦПФР про ринок цінних паперів, що визначає основні принципи та механізми створення, управління та використання інформаційної бази даних про ринок цінних паперів. Він впливає на розкриття інформації емітентами, надаючи їм рамки для представлення необхідних даних про свою діяльність, що сприяє прозорості ринку та забезпеченню зацікавлених сторін до актуальної інформації [93], а також про Порядок подання та розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР про ринок цінних паперів торговцями цінними паперами та фондовими біржами, який встановлює правила та процедури подання та розміщення інформації у загальнодоступній базі, включаючи вимоги до формату, змісту та періодичності подання даних торговцями цінними паперами, фондовими біржами та іншими учасниками ринку. Він сприяє єдності та стандартизації розкриття інформації, забезпечуючи ефективний доступ до даних для всіх зацікавлених сторін, а також підвищує рівень захисту емітентів, забезпечуючи відповідність їхньої інформаційної прозорості встановленим стандартам [94].

Як відомо за українським законодавством, емітент має подати до одного із органів адміністративно-правового регулювання, в даному випадку до НКЦПФР заяву та документи, які потрібно подавати для реєстрації емісії цінних паперів та відповідного проспекту, не пізніше ніж за 60 днів після прийняття відповідного рішення органом емітента [31]. Значущим моментом є усвідомлення того, що офіційне схвалення цих документів НКЦПФР, яка здійснює регулювання ринку цінних паперів та фондового ринку, не є гарантією їхньої ринкової цінності. Роль цього органу обмежується перевіркою повноти та законності наданої інформації у зареєстрованих документах. Відповідальність за правдивість інформації у

документах реєстрації емісії цінних паперів та їхнього проспекту, яка охоплює як фінансові дані, так і суб'єктивні публічні права з юридичними обов'язками, лежить на підписантах цих документів, незалежно від того, юридичні вони особи чи фізичні [95, с. 105]. Вона також включає відповідальність, що охоплює обсяг і характер юридичних зобов'язань та обов'язків, які мають виконуватись відповідно до діючого законодавства. Особи, з числа тих, що здійснили підписання документації для реєстрації та проспекту випуску цінних паперів, відповідають за правдивість усієї вказаної інформації.

Проспект має включати в себе відповідну інформацію про емітента та цінні папери, які пропонуються публіці (оформлювач проспекту, відповідає за достовірність поданої інформації в ньому), що дозволить об'єктивно оцінити фінансовий стан, майно, зобов'язання й перспективи емітента, а також розуміння прав, які надаються цими паперами. Все це має бути подано у формі, яка є простою для розуміння та аналізу. Так, згідно з ч. 2, ст. 98 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», проспект повинен включати наступну інформацію:

1) анотацію (включає в себе дані про ключові атрибути та потенційні небезпеки, пов'язані з емітентом, його цінними паперами або будь-якою стороною, що гарантує виконання зобов'язань емітента за даною емісією);

2) реєстраційний документ (включає в себе дані про емітента);

3) документ про цінні папери (включає в себе інформацію про цінні папери, що пропонуються до публічної продажу) [31].

Особа, відповідальна за оформлення проспекту, зобов'язана надати безпосередньо НКЦПФР сам проспект та потрібні документи для його підтвердження. Одержавши ці матеріали, Національна комісія вирішує, чи затвердити проспект, або ж відхиляє його. Цей процес може тривати до 20 робочих днів, але в тому випадку, якщо папери, що випускає емітент, вже були допущені до торгівлі на регульованому фондовому ринку або вже були предметом публічної пропозиції, термін зменшується до 10 робочих днів. Таким чином, час на обробку може змінюватися в залежності від складності кожного

окремого випадку. Після ухвалення рішення, офіційне повідомлення про затвердження проспекту від адміністративно-правового регулятора або його уповноваженого представника публікується на офіційному веб-сайті протягом одного робочого дня після його прийняття, що підтверджує прозорість процесу та допомагає інвесторам у прийнятті обґрунтованих рішень.

Емітенту надано можливість розділити документацію про емісію цінних паперів, які виходять на відкритий ринок (за винятком пайових фондів), на дві окремі секції: основний документ про емісію та додатковий документ, специфічний для кожного окремого випуску. Обидва документи мають пройти процес затвердження через НКЦПФР, яка встановлює правила їх реєстрації [65]. Також, емітент зобов'язаний забезпечувати постійне оприлюднення інформації про свою діяльність, включаючи щорічні та квартальні фінансові звіти, шляхом їх передачі до відповідного адміністративно-правового регулятивного органу для їх подальшого розголошення на ринках капіталів та організованих товарних ринках.

Як описано в ч. 1 ст. 126 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», емітент має забезпечити у своїй річній звітності всеохоплюючу інформацію, яка включає основні дані про організацію: назву, локацію та капітал; описує структуру управління та власності; відображає деталі господарської діяльності, а також повну фінансову звітність за рік. Звіт має містити інформацію про акціонерів зі значною часткою власності, зміни в структурі прав голосу, а також будь-які особливості обігу цінних паперів, включаючи інформацію про корпоративні угоди, умови контролю над компанією та можливі винагороди керівництву. Також необхідно включити дані про власність працівників на цінні папери, дивідендну політику і будь-які важливі корпоративні події або зміни протягом року [31].

Вчені О. П. Близнюк та І. Л. Шевчук вказують на певні проблеми, які можуть виникнути внаслідок розкриття інформації акціонерними товариствами. Публічні акціонерні товариства (далі – ПАТ) виправдовують абсолютну необхідність і обґрунтованість розкриття інформації, що підтримує нормальне

функціонування ринку цінних паперів. Однак, на відміну від них, закриті й приватні акціонерні товариства (далі – ЗАТ і ПрАТ) не зобов'язані надавати НКЦПФР інформацію про свої дії або розкривати свою звітність в загальнодоступних базах даних адміністративно-правового регулятора та в офіційних публікаціях. Експерти стурбовані, що це не сприятиме прозорості на фондовому ринку і може привести до багаточисленних порушень прав акціонерів цінних паперів, особливо з боку ЗАТ, до проблем з наглядом за фондовим ринком, а також до труднощів з наданням інформації за запитами стосовно цих товариств [96, с. 111].

Дане твердження можна підтримати, оскільки розкриття інформації акціонерними товариствами є важливим для стабільної роботи ринку цінних паперів, забезпечуючи його прозорість та дозволяючи потенційним акціонерам оцінювати стан товариства та пов'язані з інвестиціями ризики. Однак, відсутність таких вимог до ЗАТ і ПрАТ відкриває ряд проблем, зокрема непрозорість ринку, порушення прав акціонерів та недостатність моніторингу. При цьому, треба враховувати, що для малих й приватних товариств виконання подібних вимог може бути важким та ресурсозатратним. Проблема непрозорості, особливо у випадку ЗАТ і ПрАТ, є значною та вимагає додаткових адміністративно-правових регулятивних заходів. Однак, треба врахувати труднощі, з якими можуть зіштовхнутися малі й приватні компанії при виконанні цих вимог, оскільки це може бути важким та витратним процесом. Таким чином, необхідно знайти постійний баланс між забезпеченням прозорості ринку та необтяжливістю вимог для всіх його учасників.

Важливість відкритості інформації акціонерними товариствами є очевидною для забезпечення прозорості ринку цінних паперів. У той час як розкриття зовнішньої інформації допомагає забезпечити рівність умов для всіх учасників ринку, особливо важливою стає регуляція використання інсайдерської інформації, коли мова заходить про внутрішню інформацію компаній. Існують строгі правила щодо обігу інсайдерської інформації, яка захищає ринок від маніпуляцій та зловживань. При незаконному порушенні правил на її

використання передбачається відповідальність згідно з ст. 163-9 Кодексу України про адміністративні правопорушення у вигляді накладення штрафних санкцій [97].

Так, встановлені обмеження та обов'язки, пов'язані з конфіденційною інформацією про емітентів та їхні цінні папери, підкреслюють необхідність балансу між доступністю інформації та її захистом, запобігаючи таким чином потенційній шкоді від недобросовісного використання таких даних. Згідно ст. 145 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», інсайдерська інформація відноситься до конфіденційної інформації про емітента, його цінні папери або інші фінансові інструменти, які є в обігу на організованому фінансовому ринку, де розкриття таких даних може суттєво вплинути на ціну відповідних фінансових інструментів [31].

Залучення офіційного визначення інсайдерської інформації до контексту фондового ринку цінних паперів є критично важливим, враховуючи, що ринки цінних паперів, із їхньою швидкісною торгівлею, є основною ареною для маніпуляцій та інсайдерських операцій, породжуючи ризики недобросовісної конкуренції. Активність інсайдерів особливо помітна саме тут, що посилює необхідність захисту [98, с. 114]. Саме поняття «інсайдер» витікає з англійського слова «inside», яке перекладається як «в середині». Воно використовується для опису осіб, зазвичай юридичних або фізичних, які мають доступ до важливої, неоприлюдненої інформації про компанію або ринок [99]. Ця інформація може включати дані про фінансовий стан, стратегічні плани, можливі злиття чи поглинання та інші важливі аспекти, які, якщо стануть відомі широкому колу осіб, можуть вплинути на ціну акцій компанії або інших фінансових інструментів. Особи, що відносяться до категорії інсайдерів, зазвичай включають високопосадовців компанії, її акціонерів, а також будь-яких інших осіб, які через своє професійне становище або особисті зв'язки мають доступ до такої інформації. До категорій цих осіб можна віднести наступних: що мають доступ до конфіденційної інформації; працівників компанії, які прагнуть отримати доступ до цієї інформації [100, с. 21].

Особа, яка має доступ до інсайдерської інформації, обмежена в певних діях. Вона не може використовувати цю інформацію для персональної користі чи користі третіх осіб, здійснюючи фінансові операції, до яких ця інформація відноситься, до моменту, коли така інформація стає доступною широкій публіці. Також, цій особі заборонено передавати конфіденційну інформацію або надавати доступ до неї стороннім, за винятком випадків, коли це стає необхідним для здійснення професійних, робочих чи службових функцій, або в інших ситуаціях, передбачених законом. Окрім того, вона не може давати рекомендації щодо фінансових інструментів, які вона знає на рівні інсайдерської інформації, до того часу, коли ця інформація стане відомою публіці [31]. Ці обмеження поставлені з метою забезпечення рівності, прозорості та справедливості на ринку, а також для захисту інвесторів від недобросовісних практик.

Розуміння і контроль за інсайдерською інформацією є ключовими для забезпечення чесного та ефективного функціонування ринку цінних паперів. Наявність чітко визначеної інсайдерської інформації та регуляція її використання важливі для біржових ринків, оскільки швидкий обіг цінних паперів створює потенціал для маніпулятивних дій. З огляду на це, необхідно забезпечити, що будь-яка інформація, що може вплинути на ціни цінних паперів, вважається інсайдерською незалежно від того, чи відбувається торгівля на організованому ринку чи поза ним. Це дозволить регуляторам адміністративно-правового забезпечення, таким як НКЦПФР в Україні, ефективно контролювати ринкову поведінку та запобігати діям, що шкодять справедливості та прозорості ринку, здійснюючи захист, як емітентів так і всіх інших його учасників [98, с. 114].

У підсумку, належне визначення та адміністративно-правове регулювання інсайдерської інформації стають фундаментом для забезпечення справедливого, прозорого та ефективного функціонування ринку цінних паперів. Чіткі правила і обмеження, що стосуються обігу та використання конфіденційних даних, відіграють вирішальну роль у захисті інтересів емітентів. Встановлення та дотримання цих правил допомагає уникнути маніпуляцій та недобросовісних

практик, таким чином підвищуючи довіру та стабільність на ринку. Отже, продовження удосконалення законодавчих рамок і механізмів контролю за інсайдерською інформацією має бути пріоритетом для адміністративно-правових регуляторів, щоб забезпечити здорову екосистему ринку цінних паперів.

На даний момент інформація відіграє ключову роль в корпоративному управлінні, а її відкритий доступ є важливим елементом прозорості і відповідальності. Джерелами міжнародних регулятивних принципів розкриття інформації є наступні: Принципи корпоративного управління від Організації економічного співробітництва та розвитку (далі – ОЕСР) й великої двадцятки, об'єднали більшість високорозвинених країн і отримали перше затвердження в 1999 році. Вони переглядалися в 2004 році, оновлювалися Радою ОЕСР і Самітом лідерів великої двадцятки у 2015 році [101], та ще раз були переглянуті в 2023 році (враховувалися найновіші тенденції на ринках капіталу та в сфері корпоративного управління, що сприятиме підтримці їхньої відповідності поточним економічним умовам, забезпечуючи гнучкість у відповідь на нові виклики та можливості).

Стандарти розкриття інформації Міжнародною організацією комісій з цінних паперів, об'єднує адміністративно-правові регулятори ринку цінних паперів з усього світу. Вона встановлює стандарти, що регулюють розкриття інформації з метою забезпечення прозорості, що є важливим для стабільності та ефективності глобальних фінансових ринків. Директиви Європейського Співтовариства, які стосуються розкриття інформації, що повинні бути прийняті та впроваджені на національному рівні країнами-членами. Ці директиви створюють загальний правовий стандарт розкриття інформації, що є важливим для регулювання інтегрованого ринку ЄС.

Захист прав емітентів у Європі стає більш гармонізованим завдяки директивам ЄС. Країни-члени зобов'язані імплементувати ці директиви, що може включати в себе створення або зміну законів, регламентів, адміністративних процедур тощо. Це не тільки сприяє стабільності та довірі на

ринку цінних паперів, але й стимулює прозорість, що є важливим для захисту інтересів усіх учасників ринку. Підкреслюється важливість прозорості та доступності інформації як ключових компонентів надійної регулятивної системи, оскільки вони є основою для забезпечення гармонізації правил та норм на європейському ринку цінних паперів. Так, до Директив Європейського Співтовариства, що регулюють доступність інформації належать:

1. Директива Європейського Парламенту і Ради «Про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про ці цінні папери» (2001/34/ЄС), є однією з ключових регулятивних документів ЄС, яка займається регулюванням процесу допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондових біржах. Вона визначає обов'язки емітентів, чий цінні папери допущені до лістингу, особливо що стосується розкриття інформації про ці цінні папери. У відповідності з нею встановлюються повноваження та обов'язки регулюючих органів. Один з ключових елементів цієї Директиви – вимоги до емітентів надавати регуляторам інформацію для оцінки її адекватності та відповідності. Це робиться з метою захисту інвесторів та забезпечення стабільної та ефективної роботи ринку. В разі вимоги захисту інвесторів або неперервної роботи ринку, регулюючі органи мають право вимагати від емітентів публікації відповідної інформації в потрібному форматі та строках. Якщо емітент не виконує цих вимог, регулятори можуть оприлюднити відповідну інформацію самостійно. За цією Директивою також передбачена відповідальність для емітентів за не виконання своїх обов'язків, що впливають з включення їх цінних паперів до лістингу. В даному випадку, регулюючий орган наділений можливістю оприлюднювати таку інформацію. Окрім цього, регулюючий орган може також прийняти рішення про призупинення лістингу цінних паперів емітента, якщо це вважається необхідним для захисту інвесторів або забезпечення неперервної роботи ринку [102].

2. Регламент ЄС № 596/2014 «Про боротьбу з ринковими зловживаннями», який є одним із основних документів ЄС, призначеним для забезпечення цілісності, прозорості, ефективності та належного функціонування ринку цінних

паперів, а також для захисту учасників ринку цінних паперів. Даний документ регулює три основні сфери: інсайдерську інформацію, маніпулювання ринком та обов'язки щодо розкриття інформації. Регламент ЄС № 596/2014 визначає інсайдерську інформацію як точну та конкретну інформацію, яка не була оприлюднена публічно і яка може значно вплинути на ціни цінних паперів. Регламент забороняє використання такої інформації для торгівлі та накладає на емітентів обов'язок негайно розкривати інсайдерську інформацію, щоб уникнути асиметрії інформації на ринку. Щодо маніпулювання ринком, Регламент ЄС № 596/2014 розроблено для виявлення та запобігання маніпулятивним схемам, які можуть вводити в оману учасників ринку та впливати на ціни цінних паперів. Вона надає чіткі критерії та приклади поведінки, які вважаються маніпулюванням ринком, і забезпечує санкції для порушників. Для емітентів, Регламент ЄС № 596/2014 встановлює рамки, що зобов'язують їх до прозорості та чесності, таким чином захищаючи їх від необґрунтованих звинувачень та допомагаючи підтримувати довіру до ринку [103].

3. Директива 2004/109/ЄС «Про гармонізацію вимог щодо прозорості стосовно інформації про емітентів, цінні папери яких допускаються до торгівлі на організованому ринку зі змінами до Директиви 2001/34/ЄС», вимагає від емітента публікувати щорічний фінансовий звіт протягом чотирьох місяців після завершення кожного фінансового року. Окрім того, емітент повинен гарантувати доступність цієї інформації протягом наступних п'яти років, як вказано у ст. 4 Директиви 2004/109/ЄС [104]. Як можна помітити, однією із областей, де емітенти можуть нести відповідальність, є недостатній обсяг розкритої інформації. В країнах ЄС приділяють значну увагу встановленню стандартів для передачі інформації від емітентів до інших учасників ринку цінних паперів.

У відповідності з регулятивними нормами зазначеної Директиви про розкриття інформації. Згідно ст. 4 цієї Директиви, для емітента є необхідністю відкрито презентувати щорічний фінансовий звіт у чітко визначений термін після завершення фінансового року. Цей відомчий документ повинен включати перевірений аудитором фінансовий звіт, звіт дирекції, а також заяви

компетентних осіб, які підтверджують, що згадана фінансова звітність, підготовлена відповідно до відповідних фінансових стандартів, адекватно відображає активи, зобов'язання, фінансове положення та прибуток або збитки емітента. Це положення слугує важливим засобом прозорості та регулятивної діяльності в сфері цінних паперів, що сприяє узгодженості та стабільності на фінансових ринках.

Директива також передбачає необхідність розкриття специфічної інформації емітентом на користь власників цінних паперів, що здійснюють торги на організованому ринку. Важливо відмітити, що країна, з якої походить емітент, може встановити більш жорсткі стандарти, ніж ті, які встановлені у даній Директиві, в той час як країна, в якій розміщуються цінні папери, не може цього робити [104], такий принцип також знайшов своє втілення у практиці Суду ЄС. Одним із прикладів цього є випадок *Alpine Investments B. V. v. Minister Van Financiën* [105], де було зазначено, що закони «країни перебування» можуть застосовуватися до іноземного емітента. Однак інструменти адміністративно-правового регулятора втручання в діяльність такого емітента не мають бути дискримінаційними, а також не можуть обмежувати свободу надання послуг у цій країні.

Відповідно до законодавства ЄС емітент також зобов'язаний оприлюднити:

а) звіт правління за перші шість місяців фінансового року у проміжку між десятима тижнями після початку і шістьма тижнями до завершення вказаних шести місяців;

б) повідомлення про будь-які зміни в правах, які виникають з різних категорій акцій, включаючи зміни в правах, пов'язані з похідними цінними паперами, що негайно випускаються емітентом;

в) перспективну інформацію відповідно до ст. 9 Директиви 2004/109/ЄС;

г) іншу додаткову інформацію, що є передбачено ст. 16 Директиви 2004/109/ЄС [52].

Європейське законодавство встановлює норми для публікації інформації у сфері ринку цінних паперів, стимулюючи країни-члени ЄС до створення власних національних стандартів у цьому напрямку. Оглядаючи досвід Словенії, можна спостерігати, як на практиці реалізується цей регуляторний підхід. Агентство, що здійснює нагляд за ринком цінних паперів у цій країні відповідає за регулювання та контроль за дотриманням законодавства ЄС і внутрішніх нормативних актів [30, с. 114]. Важливим аспектом є зобов'язання компаній, які виходять на публічний ринок, звітувати про свій фінансовий і правовий статус, надаючи аудитовані річні звіти та інформацію про події, які можуть істотно вплинути на вартість їхніх цінних паперів. Це забезпечує прозорість та захист інших зацікавлених сторін на ринку, що є критично важливим для роботи ринків цінних паперів та довіри до них.

Європейські директиви, що були вказані, є основою для створення національних стандартів з розкриття інформації в країнах-членах ЄС. Наприклад, в Словенії адміністративно-правовою регуляторною установою є Агентство з нагляду за ринком цінних паперів. Система розкриття інформації в Словенії працює відповідно до норм законодавства ЄС та Закону Словенії «Про ринок цінних паперів», інших регулятивних актів від Агентства та фондової біржі. Компанії, які отримали кошти через публічний випуск цінних паперів, зобов'язані забезпечити Агентство даними про їх фінансовий і правовий статус, опублікувавши аудиторські перевірені річні звіти, а також інформацію про будь-які комерційні події, що можуть суттєво вплинути на ціну їхніх цінних паперів. Додатково, компанії, які розмістили свої цінні папери на фондовій біржі, також зобов'язані подавати та публікувати свої піврічні звіти [106].

До вступу Польщі в ЄС підприємства цієї країни не були готові розкривати повну інформацію про свою діяльність, що обмежувало розвиток обігу цінних паперів. Однією з основних причин цього стали суворі стандарти ЄС у сфері розкриття інформації емітентами. Проте, не дивлячись на ці виклики, ринок цінних паперів в Польщі розвивався з великою динамікою, при цьому його капіталізація була майже у два рази вищою, ніж на ринку акцій в інших сусідніх

країнах. Згідно із Законом Польщі «Про торгівлю фінансовими інструментами», після отримання дозволу на введення цінних паперів у відкритий обіг, емітент або відповідна особа зобов'язані опублікувати у двох загальнопольських виданнях відомості, які дозволять зацікавленим особам оцінити фінансовий стан підприємства, його прибуток, можливі втрати та фінансові перспективи. Ця інформація також має відображати особливості прав, які надаються даним цінним паперам, в рамках норм, встановлених Комісією по цінних паперах [24], яка виконує функції регулятора адміністративно-правового забезпечення.

Емітент або особа, яка вводить цінні папери в обіг, зобов'язані негайно надати Комісії інформацію про будь-яку зміну даних, що містяться в проспекті, а окрім того вони зобов'язані періодично надавати інформацію, визначену Комісією по цінним паперам, у встановлені нею строки. Також Комісія по цінним паперам може зобов'язати емітента опублікувати інформативний додаток, який знаходиться в проспекті протягом семиденного строку. У випадку недотримання цих вимог, Комісія з цінних паперів має право анулювати своє попереднє схвалення на випуск цінних паперів на ринок [24].

У законодавстві Угорщини існують специфічні розділи у нормативно-правових документах, які зосереджені на захисті прав учасників ринку цінних паперів. Для емісії акцій, компанія повинна мати певний статутний капітал і випускати акції протягом певного періоду часу або доручити це інвестиційному інституту. Держава заохочує інвестиції в цінні папери, пропонуючи різноманітні інвестиційні продукти з високими процентними ставками та певні податкові пільги для зацікавлених сторін на ринку. Усі процеси, включаючи підписку та адміністративне управління, здійснюються відповідно до законодавства, з можливістю онлайн-реєстрації для спрощення доступу. Зокрема, передбачено, якщо інформація про цінний папір, що випускається має невірні дані або про що-небудь замовчується, то за шкоду, заподіяну особі, що здійснює інвестиції, відповідають нарівні як емітент, так і інвестиційний інститут. Всі спори з цього приводу вирішуються судовому порядку [107, с. 70].

Отже, механізми захисту прав емітентів, як в Україні, так і в Європі, охоплюють широкий спектр правових, фінансових та юридичних інструментів, що спрямовані на забезпечення прозорості, справедливості та ефективності ринку цінних паперів. НКЦПФР, виконуючи роль ключового регулюючого органу адміністративно-правового забезпечення на ринку цінних паперів, здійснює дотримання законодавства, сприяючи тим самим захисту інтересів емітентів. Орган активно протидіє недобросовісним практикам, включно з інсайдерською торгівлею, що сприяє створенню справедливих умов для всіх учасників ринку. НКЦПФР акцентує увагу на забезпеченні прозорості торгівлі, вимагаючи від емітентів розкриття фінансової інформації для захисту їхніх прав, та у контексті посилення адміністративно-правового регулювання, автором пропонується зміцнити його роль і повноваження, забезпечуючи додаткові ресурси та інструменти для ефективного нагляду та реагування на порушення, що підвищить захист емітентів на фондовому ринку.

Україна має можливість покращити свою фінансову позицію, адаптуючи та модифікуючи методи управління ринком цінних паперів з ЄС, уважно враховуючи національні особливості. Такий крок не лише підсилить ринок, але й забезпечить емітентам більші можливості щодо фінансової прозорості та звітності, а також інформації про внутрішню діяльність та потенційні ризики чи зміни. Водночас, інтеграція більш суворих контрольних механізмів за інсайдерською інформацією, окрім уже існуючих, сприятиме перетворенню України на респектабельного учасника міжнародного фінансового ринку з високими стандартами, ефективним заходам проти маніпуляцій та зловживань.

В ЄС захист прав емітентів здійснюється на більш уніфікованому рівні через ряд директив та регламентів, які країни-члени зобов'язані імплементувати в національне законодавство. Основні інструменти включають Директиву про прозорість, яка вимагає від емітентів регулярно публікувати точну фінансову інформацію, а Регламент ЄС №596/2014 спрямований на запобігання інсайдерській торгівлі та маніпуляції на ринку. Також, важливою частиною європейського регулювання є інші спеціалізовані директиви, які регулюють

допуск цінних паперів до торгівлі на фондових біржах та встановлюють вимоги до інформації, яка має бути опублікована про ці цінні папери. Ці комплексні механізми в сукупності забезпечують захист прав емітентів та сприяють створенню прозорого, справедливого та ефективного ринку цінних паперів як в Україні, так і в Європі.

2.2 Оскарження рішень органів державної влади як елемент захисту прав та інтересів емітентів

Україна, завдяки своїм амбіціям інтегруватися до європейської спільноти, стоїть перед важливим завданням модернізації своєї соціально-політичної реальності. Це не лише географічне поєднання, але й активна праця над економічними та юридичними аспектами взаємодії. Основним кроком на цьому шляху є реформація ринку цінних паперів, що відкриє двері для зростання іноземних інвестицій в країну. Для досягнення цієї мети необхідно не тільки задовольнити потреби емітентів, але й запропонувати їм належний правовий інструментарій, який гарантуватиме захист їх прав у відносинах з професійними та непрофесійними учасниками ринку цінних паперів. Окрім того, важливу роль відіграє адміністративно-правове забезпечення державних регуляторів, яке гарантує стабільність та прозорість у регулюванні ринку.

Також, потрібно врахувати важливість адміністративного оскарження рішень органів державної влади, яке є фундаментальним правом. Враховуючи умови сучасної правової системи, ефективні механізми адміністративного оскарження є однією із основних складових для забезпечення прав та свобод громадян. Однак, аналізуючи стан реалізації цього інституту в Україні, можна помітити ознаки його недосконалості. Назвати інститут адміністративного оскарження емітентом рішень органів державної влади досконалим важко, оскільки є свідчення стосовно слабкої активності його реалізації, невідповідності значної частини норм сучасного правового регулювання у цій сфері, а також скарги на рішення та дії (або бездіяльність) державних органів. Усе це ще раз

підкреслює необхідність наукового опрацювання інституту оскарження для вироблення оптимального механізму, який забезпечуватиме законність і дисципліну в діяльності органів державної влади [108, с. 147].

Коли йдеться про емітентів, як правило, питання захисту їхніх прав та інтересів не піднімається. Навпаки, створюються самостійні механізми захисту прав та інтересів тих осіб, які вступають у правовий зв'язок з емітентами шляхом купівлі їхніх акцій, тобто акціонерів. Особливо приділяють увагу захисту прав та інтересів міноритарних акціонерів. Відповідно до українського та європейського законодавства, емітенти, будучи засновниками акціонерних товариств, також є акціонерами, оскільки засновник акціонерного товариства є самим першим акціонером. Згаданий принцип зазначений у ч. 6, ст. 10 Закону України «Про акціонерні товариства», де акціонерне товариство може бути засноване однією особою, яка одноосібно приймає рішення, що зазвичай приймаються зборами засновників [38]. Центральною ідеєю, яку треба зрозуміти для детальнішого осмислення процесів захисту прав та інтересів емітентів, є істотна відмінність, що існує між емітентом, в якості першого акціонера, та іншими акціонерами.

Для захисту прав та інтересів емітентів, важливо, щоб існувала можливість оскарження рішень та дій, які порушують їхні права, до уповноважених органів [109, с. 1915]. Це стає особливо актуальним у випадках порушень, вчинених представниками державної влади. Окрім цього, необхідно виконання загальних заходів органами державної влади та професійними учасниками ринку цінних паперів. За словами О. Л. Соколенко, заходи адміністративного оскарження, як правозахисного механізму доповнюватимуть інші форми захисту прав громадян та сприятимуть налагодженню діалогу між суспільством і органами державної влади [110, с. 84].

Можливе порушення прав та інтересів емітента, як суб'єкта правовідносин може зіткнутися з обмеженням прав і інтересів, якщо його включають до Списку з ознаками фіктивності. У п. 8 Положення про визначення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та додавання таких емітентів до відповідного списку, вказано, що включення емітента в цей список призводить до серйозних наслідків.

Зокрема, обіг його цінних паперів припиняється, за винятком операцій, що стосуються викупу цінних паперів, спадщини, правонаступництва, а також дій, виконаних за рішенням суду, що вступило в законну силу [111]. Така обставина має резонанс не тільки для емітента як основного учасника фондового ринку, але й для акціонерів, які можуть стати об'єктами порушення своїх прав та інтересів. Це наголошує на важливості ефективного корпоративного управління, прозорості і дотриманні всіх необхідних регуляторних вимог для запобігання таким ризикам.

З цієї причини, автор акцентує увагу на важливості беззаперечного дотримання принципів корпоративної прозорості та ефективного управління. У такому контексті, де існує велика ймовірність різноманітних правових викликів і порушень, наявність юридичних радників, які виступають в ролі захисників прав та інтересів емітентів є незамінною. Оскільки, в Україні процес оскарження рішень державних органів емітентом є досить складним та передбачає використання різноманітних юридичних процедур, вони не лише допомагатимуть орієнтуватися в цих правових умовах, але й забезпечать ефективний захист від потенційних загроз та можливих ризиків.

У відповідь на зростаючий інтерес до фондового ринку та з метою його підвищення прозорості та надійності, НКЦПФР, яка є одним із регуляторів адміністративно-правового забезпечення, у своїх зусиллях спробувати адаптувати найкращі практики ЄС, ухвалила Положення, яке покликає визначати критерії фіктивності емітентів цінних паперів та процедуру включення таких емітентів до відповідного списку. Так, відповідно до п. 4 Положення, яке визначає критерії фіктивності емітентів цінних паперів та процес їх включення до Списку з ознаками фіктивності, серед загального переліку основних ознак можна виділити наступні:

- 1) неподання регулярної річної або кварталової інформації до НКЦПФР, якщо протягом двох послідовних кварталів спостерігається ігнорування законодавчих положень щодо звітності, це може свідчити про недбалість у прозорості операцій емітентів;

2) не проведення акціонерним товариством зборів акціонерів упродовж двох років поспіль та не створення структури управління, що може вважатися порушенням ключових засад корпоративного управління, яке натякає на можливу фіктивність організації;

3) реєстрація місцезнаходження емітента у приміщенні, яке використовується для житлового фонду – вважатиметься індикатором несерйозності діяльності компанії;

4) середньомісячний розмір заробітної плати нижчий від мінімально встановленого законодавством – свідчитиме про можливе порушення трудового законодавства;

5) відсутність договору поруки або страхування ризиків пов'язаних з непогашенням основної суми боргу для емітентів забезпечених облігацій – це серйозне порушення умов фінансової безпеки та може вказувати на фіктивність емітента [111].

Згідно з п. 9 Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до цього Списку, призводить до серйозних наслідків. Це призводить до призупинення обороту цінних паперів емітента, за виключенням транзакцій, пов'язаних з викупом цінних паперів, наслідуванням, правонаступництвом, а також угод, що здійснюються на підставі судового рішення, яке вступило в законну силу [111]. Механізм даного регулятора адміністративно-правового забезпечення було створено з метою захисту учасників ринку цінних паперів від потенційних фінансових втрат від взаємодії з можливо фіктивними емітентами. Відтак, розуміння того, як включення до Списку емітентів з підозрою на фіктивність обмежує обіг цінних паперів з певними виключеннями, є ключовим для ефективної навігації на ринку.

Були випадки, коли емітенти висловлювали незадоволення та не погоджувались щодо свого включення до зазначеного Списку. У таких обставинах їм доводилося захищати свої права та інтереси, звертаючись до судових інстанцій. Ряд випадків навіть змушував емітентів подавати позови до адміністративних судів з метою визнання окремих пунктів вищезазначеного

Положення нечинними. Так, у судовій справі від 30 червня 2016 року за номером 826/23438/15, яку розглядала колегія суддів Київського Апеляційного Адміністративного Суду, було зосереджено увагу на апеляційній скарзі, поданій до НКЦПФР. Основою справи був адміністративний позов ПАТ «Імпульс плюс» до НКЦПФР, в якому остання була звинувачена у видачі незаконного та нечинного рішення. ПАТ «Імпульс плюс» стверджувало, що рішення НКЦПФР затверджувало положення, які суперечили законодавству вищої юридичної сили, тим самим шкодячи фондовому ринку України.

Окружний адміністративний суд м. Києва у своєму рішенні від 29 березня 2016 року частково задовольнив позов, визнавши незаконними певні підпункти рішення НКЦПФР. Апеляційний суд, розглянувши доводи апеляційної скарги і перевіrivши правильність застосування норм законодавства, вирішив залишити рішення суду першої інстанції без змін. Таке рішення було обґрунтоване тим, що суд першої інстанції правильно встановив обставини справи та діяв відповідно до норм матеріального і процесуального права [112].

В результаті численних судових баталій, зустрічей з представниками регулюючого органу, а також дебатів в сфері громадськості та медіа, було прийнято рішення про анулювання вищезазначеного Положення [113]. Ця справа має важливе значення з точки зору правової практики, оскільки вона піднімає питання про адміністративно-правове регулювання ринку цінних паперів та взаємодію між регуляторними органами та суб'єктами ринку в Україні. Судова справа також демонструє важливість правової визначеності та необхідність уважного застосування законодавчих норм у сфері регулювання.

Проте, проектом Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності» схвалено рішенням НКЦПФР №1207 від 13 грудня 2016 року, були розроблені нові критерії фіктивності емітентів. Цей Проект було оприлюднено на офіційному веб-сайті і 6 квітня 2017 року вона розглянула доопрацьований проект свого рішення НКЦПФР [114]. Таким чином, включення емітентів до Списку з ознаками

фіктивності може викликати низку проблем, зокрема конфлікти та порушення прав емітентів, які можуть не погоджуватися з такою оцінкою своєї діяльності. Це може обмежити їхню здатність залучати інвестиції та вести фінансову діяльність, поставити під сумнів їх репутацію та добросовісність, і навіть викликати правові спори, якщо емітенти вважатимуть себе неправильно класифікованими та звернуться до суду. Весь цей процес може бути наповнений різноманітними викликами та проблемами.

При аналізі ознак фіктивності емітентів важливо враховувати, що їх діяльність, незалежно від країни Європи, включаючи Україну, регулюється набором міжнародних принципів. Ці принципи для емітентів встановлюються Міжнародною організацією комісій з цінних паперів та зібрані в у відповідному програмному документі, який стосується фондового ринку та визначає ключові принципи діяльності емітентів. Перш за все, емітенти повинні надавати інвесторам всю необхідну, своєчасну та точну інформацію про свою діяльність, яка може вплинути на їх інвестиційні рішення. По-друге, вони повинні вести себе чесно та неупереджено у відносинах з акціонерами. Нарешті, їх стандарти обліку та аудиту повинні відповідати міжнародним нормам [88].

Безсумнівно, невідповідність діяльності емітента зазначеним принципам може стати підставою для його включення до Списку фіктивних емітентів. Проте, для того, щоб це сталося, мають мати місце наступні чинники:

1) емітент (окрім страховиків, які спеціалізуються не на страхуванні життя, а на інших типах страхування) має відповідати принаймні трьом критеріям фіктивності, які визначені у пункті 4 Положення. Це стосується включення його до Списку емітентів з ознаками фіктивності;

2) корпоративний інвестиційний фонд повинен відповідати щонайменше трьом критеріям фіктивності, встановленим у пункті 5 Положення про визначення ознак фіктивності емітентів цінних паперів, для включення до Списку емітентів з ознаками фіктивності. Це також може включати відповідність хоча б двом ознакам фіктивності, зазначеним у підпунктах 1 та 2 цього ж пункту Положення, підтверджену відповідними документами;

3) страховик, що пропонує послуги страхування не пов'язані зі страхуванням життя, повинен одночасно відповідати двом критеріям фіктивності, які описані у підпунктах від 1 до 7 пункту 4 Положення про ознаки фіктивності емітентів цінних паперів для включення до Списку емітентів з ознаками фіктивності, або ж одній з ознак, вказаних у підпунктах 8-10 того ж пункту. Ця відповідність має бути обов'язково підтверджена відповідними документами, які гарантують достовірність і об'єктивність в процесі ідентифікації потенційно фіктивних емітентів [111].

Однак, варто вказати, що не всі категорії емітентів підпадають під Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності. Деякі класи або випадки емітентів можуть виявитися винятками, оскільки правила та вимоги, встановлені цим Положенням, можуть бути для них непридатні або нецілеспрямовані. Це може бути пов'язано з особливостями їх діяльності, структурою власності, ринковими умовами, або іншими специфічними характеристиками. Ось деякі з них:

- 1) центральний орган виконавчої влади, який є відповідальним за державну фінансову стратегію;
- 2) Державну установу, що відповідає за іпотечну програму;
- 3) фінансові установи, зокрема банки;
- 4) Державні холдингові компанії та акціонерні товариства, контрольовані державою;
- 5) міжнародні фінансові установи;
- 6) міські ради;
- 7) емітентів, які перебувають в процесі припинення діяльності, та їхні цінні папери, обіг яких було зупинено відповідно до закону [111].

Отже, як ми можемо бачити, Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів не застосовується до державних органів, банків, міжнародних фінансових організацій, міських рад та емітентів з припиненою діяльністю та інших. В даному випадку врахування цих виключень

є критичним для вірного розуміння та застосування положень документа. Під час оцінки відповідності емітентів критеріям фіктивності, це допоможе уникнути помилкового класифікування емітентів, що відносяться до згаданих категорій. Наприклад, банк чи державна холдингова компанія можуть мати структурні особливості, що можуть виглядати як ознаки фіктивності за звичайних обставин, але це не буде враховуватись, оскільки вони є виключеннями з цього Положення. Тому, врахування цих особливостей відіграє не менш важливу роль у процедурі аналітичного оцінювання.

Останнім часом, спостерігаючи за ситуацією на фондовому ринку, стає очевидною проблема фіктивності деяких емітентів. Згідно з Положенням про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів, багато з них проявляють одну або дві характеристики, які можуть вказувати на недобросовісність. Ця ситуація, ймовірно, є наслідком слабкої економіки, високого рівня корупції, недосконалості корпоративного управління та складності бюрократичних процедур. Проте, наявність більше ніж трьох ознак фіктивності не робить емітента автоматично порушником, а надає НКЦПФР право застосовувати правові механізми на свій розсуд [115, с. 196].

Це створює основу для обговорення можливості права на оскарження в державному управлінні, як це підкреслює Ю. П. Битяк. Він зазначає, що ключовим інструментом захисту прав та інтересів особи є звернення до державних органів, місцевого самоврядування, підприємств та організацій. Це не тільки привертає увагу до порушень законодавства, але і є формою самозахисту. Окрім того, наголошується на значенні стадії оскарження у процесах, пов'язаних з адміністративними правопорушеннями, розглядаючи її як одну з основних гарантій прав особи, що може притягається до відповідальності [116, с. 279].

Розглядаючи значення права на оскарження в контексті адміністративних правопорушень, як це висвітлено вище, стає зрозумілою важливість законодавчого регулювання цього процесу. Так, ст. 266 Кодексу адміністративного судочинства України конкретно визначає особливості судового провадження у справах, пов'язаних з оскарженням рішень

високопосадових державних органів. В ній детально описуються права та процедури для оскарження рішень цих органів, включаючи можливість Верховного Суду визнати акт або дії цих органів неправомірними і зобов'язати їх виконати певні дії, серед іншого [117].

Важливо визнати, що у контексті права юридичної особи на оскарження дій державних органів, не кожен судовий процес призводить до виграшу. Проте, ключовим аспектом є можливість звернення до суду для захисту своїх прав та інтересів. Судова справа за номером 640/11938/20, розглянута Верховним Судом, є моделлю такої ситуації. У цьому випадку, товариства з обмеженою відповідальністю (далі – ТОВ) «Компанія з управління активами «Інвестиційні Партнери» проти НКЦПФР. Предметом спору було роз'яснення НКЦПФР, надане у відповіді на звернення позивача. Позивач просив визнати це роз'яснення протиправним, стверджуючи, що воно порушує його права та інтереси.

Рішенням Окружного адміністративного суду міста Києва та подальшою постановою Шостого апеляційного адміністративного суду було відмовлено у задоволенні позову. Суди встановили, що лист НКЦПФР не створює правових наслідків для позивача, оскільки не є рішенням суб'єкта владних повноважень. На думку судів, позивач оскаржував не дії або рішення НКЦПФР, а скоріше зміст їхнього роз'яснення.

Не погоджуючись з цими висновками, позивач звернувся з касаційною скаргою до Верховного Суду. Однак, Верховний Суд підтримав рішення попередніх інстанцій, зазначивши, що вони були законними та обґрунтованими. Верховний Суд вважав, що попередні суди правильно застосували норми матеріального та процесуального права і адекватно оцінили обставини справи. Таким чином, касаційна скарга була відхилена, а рішення попередніх судів залишилися без змін [118].

Отже, вищенаведене підкреслює ключові аспекти в судовій практиці, відображаючи важливість розрізнення між формальними рішеннями державних органів та їхніми роз'ясненнями чи відповідями, які не несуть правових наслідків. Цей випадок вказує на те, що не кожне роз'яснення від державного

органу може бути оскаржено в суді, якщо воно не породжує безпосередніх правових наслідків для особи, яка його оскаржує. Також важливим є дотримання норм процесуального та матеріального права для адекватної оцінки обставин справи та прийняття обґрунтованих рішень. Одночасно, ця справа висвітлює роль НКЦПФР у вирішенні питань, пов'язаних з юридичними особами, навіть у випадках потенційно фіктивних емітентів, підкреслюючи їх ретельний аналіз та оцінювання з урахуванням можливості виправлення недоліків, впливу на ринок та потенційних наслідків для інших учасників ринку.

Іншою стороною процесу, який саме й демонструє можливість успішного оскарження рішень державних органів, є судова справа від 21 лютого 2020 року за номером 826/17123/18. Справа стосується адміністративного позову ТОВ «АВГ КОНСТРАКШН» до Головного управління ДФС у м. Києві. Основною вимогою позивача було визнання протиправними та скасування наказу про проведення документальної позапланової виїзної перевірки ТОВ «АВГ КОНСТРАКШН», а також двох податкових повідомлень-рішень, які стосувалися збільшення сум грошових зобов'язань з податку на прибуток та податку на додану вартість, із відповідними штрафними санкціями.

Позивач вказував на процедурні порушення з боку відповідача при проведенні перевірки та на відсутність у відповідача правових підстав для запиту про перевірку, адже інформація про порушення податкового законодавства нібито була отримана з неналежних джерел. Позивач також стверджував, що його господарські операції з іншим товариством були реальними і підтвержені належними документами. В результаті, Окружний адміністративний суд міста Києва повністю задовольнив адміністративний позов, але Шостий апеляційний адміністративний суд скасував це рішення і відмовив у задоволенні позову. Однак, Верховний Суд у касаційній інстанції частково задовольнив касаційну скаргу ТОВ «АВГ КОНСТРАКШН», скасувавши апеляційне рішення в одній із частин [119].

Таким чином, можна спостерігати шаблон оскарження юридичною особою рішень органу державної влади. Спочатку місцевий адміністративний суд

підтримав позицію юридичної особи, але апеляційний суд відхилив рішення. На касаційній стадії Верховний Суд частково задовольнив вимоги юридичної особи, скасувавши частину рішення апеляційного суду. Це ілюструє нам, як в судовому порядку можна досягти бодай і часткового, але все-таки задоволення своїх позовних вимог в оскарженні дій органів державної влади, навіть після первинних невдач.

Розгляд конкретних судових справ, що стосуються оскарження рішень державних органів, як у випадку з вищевказаними прикладами, відображають складність та нюанси судової практики в Україні. Ці приклади показують, як юридичні особи можуть захищати свої інтереси в судах, несучи важливі правові наслідки, що впливають на їх діяльність. Даний аспект є особливо актуальним в контексті фінансових ринків та біржової діяльності, де правова визначеність та можливість оскарження державних рішень відіграють ключову роль. В цьому контексті, варто перейти до обговорення специфіки фондових бірж України, які, незважаючи на свою чисельність, стикаються з викликами, пов'язаними з якістю послуг, децентралізацією попиту та пропозиції, а також встановленням різних правил укладення та виконання біржових договорів.

На українському ринку цінних паперів, наявна значна кількість фондових бірж у порівнянні з іншими країнами світу є важливим аспектом для аналізу. Однак, потрібно врахувати, що проста чисельність фондових бірж не є достатньою умовою для забезпечення високої якості послуг. Натомість, це може призводити до децентралізації попиту та пропозиції цінних паперів, що в свою чергу сприяє маніпуляціям цінами на ринку та створює невизначеність у правилах укладення та виконання біржових угод [120]. Прогнозуючи майбутнє українського фондового ринку, можна прогнозувати процес консолідації. Цей процес, як очікується, сприятиме уніфікації стандартів лістингу та формуванню справедливих ринкових цін на фінансові інструменти. Однак, слід розуміти, що консолідація несе і певні ризики, такі як зменшення конкуренції на ринку. Попри воєнні дії та кризову ситуацію, що значно впливають на всі сектори економіки України, фондові біржі продовжують активно функціонувати, дотримуючись

встановлених законодавчих норм. Це свідчить про стійкість фінансової інфраструктури країни та надійність біржового механізму управління ризиками, навіть в умовах зовнішніх викликів.

В контексті розвитку українського ринку біржових деривативів, заснованих на фондових активах, акцентується на необхідності залучення широкого спектра учасників, включаючи як фізичних осіб, так і інституціональних інвесторів. Це має на меті не тільки збільшення обсягів торгів, але й підвищення привабливості ринку для іноземних зацікавлених сторін. Важливим аспектом у забезпеченні стабільності ринку та захисту інтересів емітентів є залучення більш широкого кола інституціональних учасників. Такі дії вимагатимуть від бірж та регуляторних органів додаткових зусиль для удосконалення систем гарантій виконання зобов'язань. Залучення широкого кола індивідуальних зацікавлених сторін безпосередньо сприятиме підвищенню ліквідності та обсягів торгів. Водночас, слабкий розвиток біржового ринку частково пояснюється недостатньою довірою та низьким рівнем обізнаності населення щодо діяльності фондових ринків, що призводить до низької активності фізичних осіб [121, с. 247].

Відповідно до сучасних умов ринку, виникає невідкладна необхідність зосередити увагу на фундаментальних принципах прозорості та ефективної регуляції, що є вирішальними для діяльності усіх його учасників. Особливо значущим це стає у відношенні до забезпечення дій адміністративно-правових регуляторів. Ясність та відкритість процесів прийняття рішень регуляторами є ключовими для створення взаємної довіри між ринком та його учасниками. Відсутність такої прозорості може спонукати до відтоку потенційних зацікавлених сторін та спричинити зниження ліквідності й обсягів торгівлі.

Учасники ринку разом із СРО мають повне право вимагати від адміністративно-правового регулятора НКЦПФР аргументації та обґрунтування своїх рішень. Надзвичайно важливим є забезпечення НКЦПФР детальних аргументів та наявність документально оформлених аналітичних чи експертних матеріалів, які відображають конкретні порушення прав зацікавлених сторін,

включаючи докази цих порушень та пояснення способів отримання інформації про такі неправомірні дії. Також має бути забезпечено доступ до інформації про відкриті справи щодо порушень, з уточненням, що всі документи мають бути оформлені та доступні до дати прийняття відповідних рішень НКЦПФР.

Асоціація «Українські фондові торговці» підкреслює, що дії НКЦПФР, здійснені без належного інформування учасників ринку, можуть мати негативний вплив, підриваючи довіру до регулятора та фондового ринку загалом. Вважається, що ефективне функціонування фондового ринку залежить від збалансованих дій усіх учасників, включаючи НКЦПФР та СРО, які спрямовані на впровадження ініціатив, що сприятимуть його реальному реформуванню та дерегуляції. Сильна правова позиція та координовані зусилля всіх сторін можуть стати міцним фундаментом для розвитку нової моделі фондового ринку України [122].

До речі, у контексті ринку цінних паперів, адміністративне оскарження деяких рішень, прийнятих регуляторами адміністративно-правового забезпечення або іншими органами державної влади, може бути досить ефективним, хоча є і не часто застосовуваним. Замість відразу звертатися до суду, у деяких ситуаціях такий процес може бути більш доцільним та швидким для вирішення спорів. Показовим прикладом є досвід Німеччини, де адміністративне відстоювання прав відіграє важливу роль у фільтрації судових спорів, але позивачі все ж змушені чекати на слухання справи довгий час [123, с. 71-72]. Окрім того, розбудова системи адміністративного оскарження як ефективного засобу захисту прав стане доповненням до інших існуючих форм захисту прав громадян. Це сприятиме зниженню навантаження на судову систему та в кінцевому підсумку допоможе встановити взаємодію між суспільством та органами державними влади [110, с. 84].

Також важливо відзначити, що у контексті фондового ринку, чіткість процесів адміністративного оскарження виокремлює скаргу як один із різновидів звернення, оскільки така скарга є тим документом, який скеровується до органів державної влади [124, с. 73] та може забезпечити більш ефективне вирішення

спорів та захист прав учасників ринку. Це сприятиме створенню більш стабільного та зрілого ринку цінних паперів, що зможе адекватно реагувати на зовнішні виклики та внутрішні трансформації, що особливо це актуально у світлі можливої консолідації українського ринку цінних паперів, який потребує не лише законодавчих, але й процедурних удосконалень.

Приміром в країнах ЄС, оскарження рішень органів державної влади здійснюється за допомогою різних механізмів, які залежать від конкретних правових систем країн-членів. Більшість країн ЄС мають процедури для оскарження рішень державних органів на адміністративному рівні, що може включати подання скарги безпосередньо до органу, який виніс рішення, або до вищестоящего органу. Якщо адміністративне оскарження не призводить до задоволення скарги, то можна звертатися до спеціалізованих адміністративних судів, які розглядають справи, пов'язані з протиправними діями державних органів.

У контексті дослідження адміністративного оскарження в країнах ЄС, помітним прикладом виступає Румунія, оскільки вона ще не розробила спеціалізованого закону про адміністративну процедуру. Натомість адміністративне оскарження в Румунії регламентується Загальним законом про судовий контроль № 554/2004 та кількома спеціальними законами. Важливою особливістю є те, що відповідно до ст. 7 Закону Румунії «Про адміністративні спори» в румунському праві адміністративне оскарження має різні форми: це може бути заперечення, вертикальне оскарження або неправильне вертикальне оскарження, коли звернення йде до органу, який не є вертикально вищим від органу, що видає рішення [125].

Термін подання адміністративних оскаржень встановлений у 30 днів з моменту повідомлення про рішення. Якщо розгляд справи ведуть одночасно або послідовно два органи (орган, що видає рішення, та вертикально вищий орган) без узгодження відповіді, перевага надається рішенню, яке краще для заявника. Важливим є також нетрадиційне вертикальне оскарження, яке може бути представлене у формі звернення до префекта для оцінки законності рішень

місцевої влади, а також повноваження Національного агентства Румунії з питань державної служби щодо оскарження дій публічних органів. Що стосується адміністративних договорів, вони підпадають під аналогічне регулювання, як і адміністративні рішення, але в контексті адміністративних договорів оскарження має форму «примирення», яка є характерною для останніх [126, с. 41].

Що стосується прикладу Польщі, то ця країна являє собою яскравий взірець кодифікованої системи. В якості основного законодавчого акта, що регулює адміністративну процедуру у Польщі, виступає Кодекс адміністративного судочинства [127]. Згідно цього кодексу, органи публічної адміністрації застосовують загальну адміністративну процедуру до індивідуальних справ, що належать до їх компетенції і вирішуються шляхом адміністративних рішень. Важливим аспектом польської адміністративної процедури є право на оскарження, яке є фундаментальним правом сторін у провадженні та гарантоване Конституцією Польщі. Процедура слідує принципу двох інстанцій, що дає сторонам право на дворазовий розгляд суті справи. Кожне рішення першої інстанції може бути оскаржене лише один раз, причому сторона може оскаржити будь-яке рішення, не обмежуючись лише негативними. Принцип двох інстанцій вимагає, щоб винесення двох рішень двома різними інстанціями супроводжувалося відповідною процедурою, яка забезпечує досягнення цілей даної процедури. Все це охоплює як справи, регульовані законом, так і ті, що базуються на договірних відносинах та захищає законні інтереси сторони, дозволяючи оцінити, чи її інтереси були повністю враховані [126, с. 42].

Таким чином, адміністративне оскарження дій органів державної влади на фондовому ринку є актуальною та важливою проблемою, що забезпечує права та інтереси учасників ринку, зокрема емітентів. Аналіз існуючих практик і викликів підкреслює потребу впровадження додаткових засобів для підвищення прозорості, ефективності та доступності процесу оскарження, включаючи законодавчі зміни та сучасні технологічні рішення, як-от цифрова платформа для

оскаржень. На думку автора, така платформа може включати інтерактивні форми для подання адміністративних скарг, систему трекінгу статусу скарги, інтеграцію з базами даних органів влади та аналітичні інструменти для оцінки тенденцій.

Отже, емітенти можуть звернутися до НКЦПФР, як органу адміністративно-правового регулювання, зі скаргами або петиціями з приводу оскарження рішень органів державної влади. Однак, якщо питання виходять за рамки компетенції НКЦПФР, то емітентам може знадобитися звернутися до інших органів або судових інстанцій. Важливо також працювати над підвищенням обізнаності та юридичної культури учасників ринку для ефективного використання своїх прав. З огляду на динамічний розвиток фондового ринку та зміни в міжнародному правовому середовищі, Україна повинна адаптуватися та оновлювати свої практики та законодавство відповідно до сучасних вимог та найкращих міжнародних практик.

2.3 Правова природа та відповідальність андеррайтерів в рамках адміністративно-правового забезпечення захисту емітентів

У зв'язку з прогресуючим розвитком фондових ринків, надзвичайно актуальним стає проблема регулювання адміністративно-правового забезпечення діяльності андеррайтерів як важливих професійних учасників у торгівлі цінними паперами. Андеррайтери, виконуючи складну роль у залученні інвестицій та консультативних функціях, повинні дотримуватися встановлених законодавством стандартів та процедур. Це включає розробку ефективної цінової стратегії для емітентів цінних паперів, а також надання їм консультативної підтримки у відповідності з правовими нормами та законодавчими вимогами. Зобов'язання андеррайтерів полягають не лише у посередницькій діяльності, але й у захисті інтересів емітентів, зокрема шляхом аналізу та мінімізації ризиків, пов'язаних з розміщенням цінних паперів. Важливо підкреслити, що високі стандарти добросовісності андеррайтерів є

критичними для забезпечення надійного та ефективного функціонування фондового ринку.

Історично, концепція андеррайтингу цінних паперів сформувалася у середині 20-го століття і з тих пір пройшла значний шлях розвитку, змін та ускладнення. Сучасний андеррайтинг охоплює різноманітні аспекти діяльності, вимагаючи глибокого розуміння як фінансових, так і правових аспектів. Термін «андеррайтинг», що походить від англійського «to underwrite», символізує підписання зобов'язань, включаючи ризики та обов'язки, пов'язані з цінними паперами, тим самим підкреслюючи відповідальність андеррайтерів у процесі розміщення цінних паперів та дотримання відповідних правових норм і ринкових вимог.

Як передбачає ч. 11, ст. 44 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», андеррайтинг в Україні розглядається як діяльність інвестиційної фірми, здійснювана від її власного імені або від імені емітента чи оферента за певну винагороду, що визначається умовами договору андеррайтингу. За цим договором, інвестиційна компанія забезпечує розміщення певного обсягу цінних паперів відповідно до умов та строків, встановлених проспектом цінних паперів. У випадку, коли до кінця встановленого терміну розміщення деяка частина цінних паперів не була продана, інвестиційна фірма купує їх за свій рахунок [31].

Андеррайтинг, який є важливою функцією в сфері фінансів і страхування, може бути розділений на різні види в залежності від специфіки діяльності та ринкових умов. Ці види андеррайтингу включають, але не обмежуються наступним:

а) повністю гарантований – торговець цінними паперами гарантує емітенту викуп усієї емісії або її нерозміщеної частини;

б) частково гарантований – гарантія розповсюджується лише на деяку частину емісії, тоді як решта розміщується на відкритому ринку;

в) без гарантій – незважаючи на відсутність гарантій, торговець зобов'язується докласти всіх можливих зусиль для розміщення емісії;

г) «все або нічого» – цей вид передбачає анулювання випуску, якщо емісія не була розміщена повністю [128, с. 112].

Отже, стає очевидно, що андеррайтингу відведена одна із основних ролей в процесі розміщення цінних паперів на фондовому ринку. Він не лише забезпечує гарантії емітентам щодо продажу певного обсягу емісії, але й регулює цілий ряд дій, пов'язаних із підготовкою, презентацією та реалізацією цінних паперів.

Окрім описаних вище класифікацій андеррайтингу, існують також певні обов'язки, які покладаються на інвестиційну фірму в контексті даного питання, що включають в себе наступні дії:

1) розробка проспекту цінних паперів, включаючи визначення і узгодження з емітентом, чи оферентом їх ключових характеристик, таких як вид, тип, обсяг, строк і умови відчуження;

2) встановлення вартості цінних паперів, які продаються, зокрема через аналіз ринкового стану, що включає передачу даних потенційним інвесторам стосовно можливої операції з фінансовими інструментами, включно з деталями та умовами;

3) визначення суми цінних паперів, що відчужуються, зокрема шляхом зондування ринкової ситуації;

4) процедура реєстрації проспекту цінних паперів;

5) реалізація цінних паперів першим власникам в межах встановленого проспектом строку;

6) покупка цінних паперів, які не знайшли своїх власників під час первинного розміщення [31].

Ключову роль у регулюванні адміністративно-правового забезпечення андеррайтингу відіграє НКЦПФР, яка наділена повноваженнями наглядати за діяльністю учасників ринку цінних паперів, встановлювати правила та стандарти, щодо дотримання законодавства в сфері ринку цінних паперів [65]. Також, відповідно до ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», даний орган у рамках різних типів

професійної роботи на ринках капіталу, у визначеному порядку видає ліцензію на такий вид діяльності, як андеррайтинг [12]. Тобто, андеррайтери, щоб провадити свою роботу в Україні повинні отримати відповідну ліцензію від НКЦПФР, яка включає вимоги до кваліфікації, досвіду роботи та фінансової стабільності. У разі порушення встановлених законодавством правил або недотримання професійних стандартів андеррайтери можуть зіткнутися з санкціями, які призведуть до різного роду відповідальностей.

Аналізуючи відносини андеррайтера та емітента, можна стверджувати, що вони взаємодіють на основі договірних зобов'язань, де їх відповідальність формується на основі умов договору, у якому андеррайтер укладає правочин з емітентом стосовно розміщення цінних паперів, з урахуванням законодавства та стандартних практик ринку. Щодо форми укладення правочину, вона може бути вчинена усно, в письмовій або електронній формі, з можливістю представлення вибору сторонам, а також з урахуванням змісту правочину, який може бути витлумачений стороною або сторонами. Ось декілька прикладів відповідальності андеррайтера:

1) фінансова відповідальність – зводиться до того, що у випадку, коли андеррайтер бере на себе зобов'язання забезпечити розміщення всього або частини випуску цінних паперів і не вдасться це зробити повністю, він мусить придбати нерозміщені цінні папери за власні кошти;

2) відповідальність за надання неправильної інформації – полягає у тому, що якщо він надає невірну або неповну інформацію потенційним інвесторам, він може нести відповідальність за збитки, які інвестори понесли внаслідок такої дії;

3) відповідальність за порушення законодавства – полягає із ризиком зіткнення із санкціями або штрафами з боку органів державного регулювання, особливо в області ринків капіталів, у разі будь-якого порушення;

4) відповідальність за недотримання умов договору – зводиться до того, що андеррайтер не виконуючи своїх договірних зобов'язань перед емітентом, може понести відповідальність, передбачену умовами договору, яка включатиме штрафи, компенсації збитків або інші санкції;

5) професійна відповідальність – полягає у тому, що в разі невдалої діяльності або неналежного виконання своїх обов'язків, андеррайтер може зіткнутися з втратою репутації на ринку, що може вплинути на його ділові відносини в майбутньому.

Розглядаючи приклади країн-членів ЄС та міжнародного правового контексту в цілому, термін «андеррайтинг» вказує на обов'язки, пов'язані з посередництвом у торгівлі цінними паперами. Андеррайтери, як професійні учасники ринку цінних паперів виступають у ролі ключових фінансових посередників. Їх основна робота полягає у наданні допомоги компаніям розміщувати їх цінні папери на ринку, виступаючи як посередник між ними та інвесторами. Оскільки участь андеррайтерів забезпечує емітентам підтримку та захист їх капіталу від потенційних ризиків і останні, у свою чергу, готові погодитися на підвищені витрати під час емісії. Це особливо важливо, коли існує ризик, що випуски акцій можуть бути відкликані [129].

Так, у Франції термін «андеррайтинг» у контексті фінансових ринків – це процес, за допомогою якого андеррайтер (зазвичай це банк або фінансова установа) бере на себе зобов'язання купити всі непродані цінні папери від емітента і перепродати їх [130], що певним чином зменшує ризики для емітентів, які можуть бути не впевнені у повному розміщенні своїх цінних паперів на ринку.

Андеррайтинг має декілька основних видів, кожен з яких має свої специфічні характеристики та обов'язки:

1. Первинний андеррайтинг – зосереджений на первинному ринку, де цінні папери вперше випускаються;
2. Вторинний андеррайтинг – відбувається на вторинному ринку, де вже існуючі цінні папери купуються та продаються;
3. Повний андеррайтинг – означає, що андеррайтер гарантує продаж всіх цінних паперів;
4. Частковий андеррайтинг – передбачає зобов'язання продати лише частину випуску.

На них також покладено ряд важливих обов'язків, яких вони повинні неухильно дотримуватись. Ці обов'язки включають визначення умов емісії та ціни випуску цінних паперів, розробку та реалізацію стратегії просування, забезпечення дотримання законодавчих та регуляторних вимог, а також захист інтересів емітента в процесі андеррайтингу [131].

Регулювання адміністративно-правового забезпечення андеррайтингу здійснюється французьким Управлінням фінансових ринків, яке є незалежним державним органом зі статусом юридичної особи та фінансовою автономією. Управління фінансових ринків є результатом злиття Ради фінансових ринків, Комісії фондової біржі та Дисциплінарного управління фінансового управління Ради. Ця інституція забезпечує захист заощаджень, інвестованих у фінансові інструменти, інформацію про зацікавлених сторін на ринку та належне функціонування ринків фінансових інструментів [132]. Колегія Управління фінансових ринків складається з 16 членів, включаючи президента Управління фінансових ринків. Термін повноважень членів Колегії становить п'ять років з можливістю поновлення. Відповідно до ст. L621-1 Грошово-фінансового кодексу, Управління фінансових ринків функціонує як незалежний адміністративний орган із прерогативами публічної влади, що дозволяє їй вживати судових заходів [133].

Основною місією Управління фінансових ринків є забезпечення належного функціонування паризького фінансового центру, захисту зацікавлених сторін на ринку, які інвестують у фінансові продукти, та гарантування якості інформації, наданої фінансовим агентам. Цей орган здійснює моніторинг ринків цінних паперів, включаючи процеси андеррайтингу, і несе відповідальність за виявлення дій або поведінки, що порушують його положення або становлять правопорушення, які можуть зашкодити безпеці інвесторів. Це особливо актуально у контексті андеррайтингу цінних паперів, де Управління фінансових ринків контролює, щоб процеси були прозорими та не містили маніпуляцій цінами чи інсайдерської торгівлі. Під час фінансових операцій, таких як процес первинного публічного розміщення, андеррайтери і емітенти, що випускають

цінні папери, повинні дотримуватися встановлених правил Управління фінансових ринків, гарантуючи, що інформація, передана широкому загалу, є повною, послідовною та зрозумілою. У разі порушень, Управління фінансових ринків може вжити адміністративних чи навіть кримінальних санкцій проти андеррайтерів та інших фінансових посередників [134].

У Франції, навіть без чіткого закріплення захисту послугами андеррайтера, емітенти все одно потрапляють під захист Європейських Директив, які, хоча й не застосовуються безпосередньо, але часто впроваджуються у французьке правове та регуляторне середовище. Наприклад, Директива 2015/2366 про платіжні послуги на внутрішньому ринку була впроваджена у Франції, впливаючи на платіжні послуги та безпосередньо постачальників платіжних послуг [135]. Управління ризиками в кредитних установах здійснюється за допомогою ради директорів та виконавчого органу і включає різні типи ризиків, такі як кредитний ризик, ринковий ризик та оперативний ризик. Банки також підпорядковуються вимогам дообліковості, включаючи капітальні коефіцієнти та коефіцієнти важелів, згідно з Регламентом ЄС 575/2013 та інші [136].

Таким чином, андеррайтинг в Україні та Франції, незважаючи на наявність загальних рис, які відображають світові тенденції у фінансовому секторі, демонструє відмінності у своєму підході до адміністративно-правового регулювання та його реалізації. Український ринок керується національним законодавством, яке встановлює чіткі рамки для діяльності андеррайтерів, вимагаючи від інвестиційних фірм виконувати певні ролі та забезпечувати різні види гарантій щодо розміщення цінних паперів. НКЦПФР в Україні виступає як основний регулятор, що здійснює адміністративно-правове забезпечення цього процесу, контролюючи діяльність учасників ринку і видаючи ліцензії. Напроти, у Франції андеррайтинг розвивається у контексті більш широкої сфери європейського регулювання, з особливим акцентом на зменшення ризиків для емітентів та захистом інтересів зацікавлених сторін на ринку. Французький ринок залучає більш комплексний спектр андеррайтингових практик, від первинного до вторинного розміщення, і регулюється згідно з умовами

адміністративно-правового забезпечення Управління фінансових ринків, що гарантує дотримання високих стандартів прозорості та відповідальності. Ці відмінності у регулятивному та оперативному підходах відображають різні фінансові та правові контексти обох країн, вказуючи на унікальний характер ринкових механізмів та їх адаптацію до місцевих умов.

В німецькій практиці андеррайтинг розуміється, як процес, у якому фінансові установи беруть активну участь, щодо питання випуску цінних паперів, взявши на себе обов'язок придбати та розмістити нерозпродану частину за встановленою ціною у разі недостатнього на неї попиту [137].

Обов'язки андеррайтера полягають в тому, щоб проводити так звану оцінку ризиків для страхової компанії, до обов'язків андеррайтера можна віднести наступні:

1. Спеціалізація на страхуванні, аналізуючи конкретні ризики та індивідуальні комерційні угоди, при цьому аналіз може включати огляд майна на місці, який вони здійснюють самостійно або з допомогою зовнішніх експертів;

2. Відповідальність за весь процес страхування, починаючи від аналізу, до розрахунку ризику та створення конкретної пропозиції клієнту з тарифною оцінкою;

3. Здійснення попередньої перевірки ринку і визначення можливих сценаріїв збитків, на основі яких визначається сума премії, яку клієнт повинен заплатити, якщо він хоче оформити страхування;

4. Нагляд за спеціальними клієнтами після оформлення страхування аж до розгляду претензій, пов'язаних з укладеними контрактами [138].

Процес первинного публічного розміщення в Німеччині, який включає вперше продаж акцій на біржі, потребує значної підготовчої роботи, що може починатися за два роки до запланованого початку торгівлі. Для багатьох емітентів це передбачає зміну юридичної форми компанії, щоб бути готовими до процесу первинного публічного розміщення. Важливу роль в цьому процесі відіграють андеррайтери, які розвивають додаткову історію капіталу емітента, готують план зв'язків з громадськістю та структурують пропозицію, а також

визначають, чи будуть випускатися тільки нові акції чи частина акцій буде належати до вторинного ринку.

На основі цієї інформації, потрібно навести кілька прикладів того, як андеррайтери можуть захищати права емітента під час процесу первинного публічного розміщення в Німеччині:

1. Розробка додаткової історії капіталу емітента, щоб підготувати план зв'язків з громадськістю, для спрямування його на підвищення впізнаваності емітента серед інвесторів, тим самим захищаючи його репутацію та сприяючи успіху процесу первинного публічного розміщення;

2. Проведення юридичного аудиту емітента та робота над проспектом, щоб забезпечити всі необхідні інформації, які мають бути коректно відображені для того, щоб допомогти уникнути правових із законом у майбутньому;

3. Переговорах та підготовка угоди про андеррайтинг, підтверджуючи те, що всі регуляторні вимоги виконані, а також допомога в захисті інтересів емітента в цьому процесі.

Ці заходи демонструють, як андеррайтери можуть захищати інтереси емітента на різних етапах процесу первинного публічного розміщення, починаючи від підготовчої фази та закінчуючи його реалізацією [139].

Фінансовий сектор в Німеччині і в Європі зазнав значних змін в останні роки. Регулювання в Німеччині значною мірою впливає та формується законодавством ЄС, який активно бере участь у розробці і впровадженні міжнародних стандартів адміністративно-правового регулювання для кредитних установ у межах Базельського комітету з банківського нагляду, що є значною частиною глобальної регулятивної рамки. На рівні ЄС компетентними регуляторами є Європейський центральний банк та європейські наглядові органи, включаючи Європейське банківське управління, Європейське управління цінних паперів та ринків та Європейське управління страхування та пенсійних фондів, кожен з яких має свої специфічні компетенції. На національному рівні в Німеччині, банки та інші фінансові установи підлягають фінансовому нагляду на рівні ЄС або на національному рівні, регулятором

адміністративно-правового забезпечення якого виступає Федеральне агентство з фінансового нагляду, що є основним органом регулювання [87]. Важливу роль відіграє і Німецький центральний банк, який відповідає за переважну більшість операційного банківського нагляду. Це включає оцінку документації, поданої установами, аудиторських звітів, річних фінансових звітів, а також проведення та оцінку перевірок на місці. Нагляд розкривається розділом 7 (1) Закону Німеччини «Про банківську діяльність», за яким Бундесбанк тісно співпрацює з Федеральним агентством з фінансового нагляду у питанні постійного контролю за фінансовими установами [140].

На додаток до вищезазначеного, інструкції Федерального агентства з фінансового нагляду щодо постійного спостереження видаються за погодженням з Бундесбанком відповідно до пункту 2 статті 7 (2) Закону «Про банківську діяльність», що має на меті створити узгоджений і якісний банківський нагляд, також забезпечити прозорий та однозначний розподіл завдань [141]. Окрім вищевказаних регуляторів адміністративно-правового забезпечення, також важливу роль відіграє Закон Німеччини «Про цінні папери», який контролює діяльність на ринках цінних паперів, встановлюючи правила щодо випуску та розповсюдження цінних паперів, а також заходи проти недобросовісних практик [142].

Отже, аналізуючи андеррайтинг у контекстах України та Німеччини, можна відмітити, що в обох країнах ця діяльність має свої унікальні особливості, відповідно до внутрішніх регуляторів адміністративно-правового забезпечення та фінансової практики. В Україні андеррайтинг визначається через законодавчу рамку як діяльність інвестиційної фірми, з акцентом на варіативність гарантій і різноманітність обов'язків, які включають розробку проспекту цінних паперів та їх вартості, а також покупку не проданих паперів. В Німеччині андеррайтинг зосереджений на активній участі фінансових установ у випуску цінних паперів, з важливою роллю в процесі первинного публічного розміщення та значною увагою до оцінки ризиків у страхуванні. Структура регуляторів адміністративно-правового забезпечення в Німеччині охоплює не тільки національне

законодавство, але й регулятивні положення ЄС, що впливає на фінансовий нагляд та стандартизацію діяльності. Ці відмінності відображають специфіку фінансових систем та підходів обох країн, демонструючи як глобальні тенденції адаптуються до локальних умов та вимог.

Варто зазначити, що загалом, не вдаючись в деталі конкретного національного законодавства, послуги андеррайтингу в ЄС регулюються декількома ключовими директивами та регламентами, кожна з яких відіграє важливу роль у забезпеченні прозорості, захисту зацікавлених сторін на ринку та фінансової стабільності. Так, наприклад, Директива 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів II встановлює основні норми для інвестиційних послуг та діяльності в ЄС, впроваджуючи строгі вимоги щодо прозорості, звітності, управління продуктом та захисту зацікавлених сторін на ринку, що має важливе значення для андеррайтингу цінних паперів. Вона також передбачає інтеграцію делегованих та виконавчих актів, які деталізують вимоги до дотримання обов'язків учасниками ринку [143].

Значимість регулювання фінансового сектора в ЄС не обмежується лише Директива 2014/65/ЄС, але охоплює також інші ключові аспекти фінансової стійкості. В цьому контексті, Директива про капіталові вимоги та Регламент про капіталові вимоги, прийняті в рамках Директиви 2013/36/ЄС та Регламенту ЄС № 575/2013, відіграють фундаментальну роль у зміцненні фінансової системи країн-членів. Вони визначають стандарти для капіталу, ліквідності та управління ризиками для банків та інвестиційних фірм, а Директива про капіталові вимоги містить настанови для пруденційного нагляду, впливаючи на фінансову стійкість та стабільність цих установ [144].

Також, у рамках комплексного підходу ЄС до регулювання фінансового сектору, особлива увага приділяється законодавству, що стосується боротьби з ринковими зловживаннями. В цьому аспекті, Директива 2014/57/ЄС про кримінальні санкції за зловживання на ринку є ключовою, оскільки вона встановлює жорсткі рамки для боротьби з незаконною діяльністю на фінансових ринках [145]. Директива 2014/57/ЄС розширює обсяг контролю, покращує

прозорість та забезпечує більшу правову визначеність для учасників ринку, з метою створення більш стабільного, прозорого та безпечного фінансового ринку в усіх країнах-членах ЄС.

Загалом, дані директиви та регламенти спільно формують міцне та досить ефективно контрольоване середовище андеррайтингу в ЄС, забалансувавши потреби фінансової стабільності з необхідністю захисту зацікавлених сторін на ринку та забезпечення його цілісності. Так, Директива 2014/65/ЄС вносить значний внесок у створення прозорих та ефективних ринків, встановлюючи строгі вимоги щодо звітності та управління продуктом, що забезпечує інвесторам кращий доступ до інформації та захист. З іншого боку, Директива про капіталові вимоги та Регламент про капіталові вимоги зміцнюють фінансову систему, встановлюючи надійні стандарти капіталу та управління ризиками для банків та інвестиційних фірм, що сприяє загальній стійкості фінансового сектору. Додатково, Директива 2014/57/ЄС вводить кримінальні санкції за ринкове зловживання, що допомагає запобігти маніпуляціям на ринку та інсайдерській торгівлі, тим самим забезпечуючи справедливість та цілісність ринкових операцій. Всі ці заходи, у своїй сукупності, створюють добре структуроване та інтегроване регулятивне середовище, яке ефективно відповідає на сучасні виклики фінансового ринку, забезпечуючи його стабільність, прозорість та захист учасників.

Розуміння ролі та обов'язків андеррайтерів у контексті ринків цінних паперів ЄС є ключовим для ефективного використання їхніх послуг. Ці професійні посередники виконують важливу роль у наданні допомоги компаніям розміщувати їхні цінні папери на ринку, працюючи на стику разом із заінтересованими його учасниками. Вони надають емітентам важливу підтримку та захист від потенційних ризиків, особливо у ситуаціях, коли існує ризик відкликання випусків акцій. Така підтримка та захист є результатом глибокого розуміння та дотримання регулятивних вимог, що визначені ключовими директивами та регламентами ЄС.

Водночас, емітенти, які зіткнулися з викликами самостійного знаходження надійних інвестицій та належного оформлення емісії своїх цінних паперів, можуть звернутися до андеррайтерів за всебічною допомогою. Послуги андеррайтера охоплюють широкий спектр діяльності, починаючи від укладення правочинів про відчуження цінних паперів, перевірки та підготовки документів, пошуку контрагентів, консультацій з питань державних вимог, і закінчуючи проведенням переговорів із потенційними інвесторами. Якщо емітент вважає, що він може самостійно залучити надійні інвестиції та правильно оформити емісію своїх цінних паперів, йому не потрібно звертатися до андеррайтера уникаючи тим самим комісійних виплат посередникам. Звідси випливає, що інтерес емітента стосується як фактичних, так і юридичних дій андеррайтера. Тому можна стверджувати, що предмет договору андеррайтингу включає надання обох видів послуг: фактичних та юридичних [146, с. 249].

Перейшовши від обговорення регуляторних питань, пов'язаних із адміністративно-правовим забезпеченням у сфері андеррайтингу, потрібно сконцентруватися на їх практичному застосуванні. Андеррайтер відіграє важливу роль у процесі випуску та розміщення цінних паперів компанії-емітента. Він не просто допомагає вивести цінні папери на ринок, але й захищає інтереси компанії-емітента протягом усього процесу. Нижче наведено декілька прикладів того, як андеррайтер може захистити емітента:

1. Гарантування розміщення відповідно до якого андеррайтер може здійснити розміщення певної кількості цінних паперів чим знижує ризик емітента, щодо неможливості залучення необхідних коштів. Андеррайтери в цьому процесі приймають на себе певні ризики, активно залучаючись до встановлення ціни та обсягу випуску цінних паперів, як в Україні, так і на міжнародній арені. Щоб забезпечити успішне розміщення, андеррайтери часто стають покупцями цінних паперів, плануючи їх подальший перепродаж. Ефективне виконання цих завдань потребує глибокого розуміння ринкового аналізу та управління ризиками. Однак гонорари за андеррайтинг часто не відображають дійсної картини компанії або випуску цінних паперів. Головна

причина полягає в тому, що конкуренція в сфері андеррайтингу відбувається не за цінами, а гонорари визначаються, переважно, за домовленістю [147].

Сама діяльність андеррайтера не обмежується лише первинним розміщенням цінних паперів на ринку. Він також надає широкий спектр консультативних послуг. Працюючи з емітентами, андеррайтер активно взаємодіє на кожному етапі процесу розміщення, надаючи консультації щодо питань: придбання цінних паперів від емітента та їх наступний продаж інвесторам; забезпечення продажу цінних паперів емітента інвесторам, що включає повне або часткове придбання їх за встановленою ціною та далі – перепродаж; реалізація максимальної кількості цінних паперів без обов'язку купівлі тих, які не змогли бути продані [148]. Він також досліджує актуальну ситуацію на ринку, аналізуючи тренди та динаміку, для забезпечення емітенту найкращих умов розміщення.

2. Правильне ціноутворення, яке полягає у виконанні андеррайтером важливої захисної ролі на ринку цінних паперів, слугуючи надійним опорним мостом між емітентом та інвесторами. Його досвід і глибоке розуміння ринкових умов дозволяють взяти на себе завдання правильного ціноутворення, гарантуючи, що цінні папери продаються за оптимальною ціною. Ця діяльність не лише максимізує залучені кошти для емітента, але і захищає від потенційних фінансових ризиків, які можуть виникнути при неправильному визначенні вартості. Природно, що одним з ключових обов'язків андеррайтера є допомога емітенту встановити вартість цінних паперів, що вимагає урахування різноманітних складних факторів, які впливають на ринок. Такою інформацією володіє саме андеррайтер, тому що він є професійним торговцем цінними паперами [149, с. 240].

3. Консультування стосовно проблеми регуляторів адміністративно-правового забезпечення, яке включає в себе надання детальних роз'яснень та консультацій щодо актуальних питань, пов'язаних з діяльністю регуляторів, таких як НКЦПФР або інших органів державної влади, відповідальних за даний процес. Це охоплює вимоги законодавства, пов'язаного з випуском та

розміщенням цінних паперів, допомогу у підготовці документації та договорів відповідно до вимог передбачених законодавством [65]. Також надається аналіз потенційних ризиків, пов'язаних із дотриманням регуляторних вимог, інформування про зміни у законодавстві, які можуть вплинути на діяльність емітента, та підтримка під час перевірок. Вищевказане допомагає емітенту уникати юридичних проблем і значних втрат, включаючи фінансові штрафи та втрату довіри від зацікавлених сторін на ринку, а також забезпечує дотримання всіх необхідних норм і стандартів у процесі емісії та розміщення цінних паперів.

Окрім того, андеррайтери допомагають емітентам адаптуватися до будь-яких змін у даному середовищі, забезпечуючи плавний процес випуску цінних паперів. Вони можуть виступати як посередники між емітентами та регуляторами адміністративно-правового забезпечення, спрощуючи процес взаємодії між ними, а також здійснювати правильне виконання всіх необхідних вимог і процедур.

4. Підготовка документації, що передбачає можливість андеррайтера допомогти емітенту підготувати всі необхідні документи, включаючи проспект емісії, що забезпечує правильне та повне інформування для потенційних інвестицій. В акті підготовки документації андеррайтер виступає як захисний щит для емітента. Він ретельно керує процесом підготовки всієї документації, зокрема проспекту емісії, щоб гарантувати, що вся інформація яка надається, є правильною та повною. Це не тільки забезпечує відповідність всіх регуляторних вимог, але і служить захистом емітента від можливих юридичних наслідків чи невірною сприйняття ринком. Зі свого боку, емітент має гарантувати свою повну співпрацю, надаючи всі необхідні документи, сприяючи андеррайтеру, оплачуючи його послуги та відшкодовуючи витрати, пов'язані з розміщенням емісії [146, с. 249].

5. Страхування ризиків, що полягає у випадках, коли андеррайтер може пропонувати страхування певних ризиків, пов'язаних з процесом розміщення, що також додатково може захищати інтереси емітента. Наприклад, у випадку, коли не купують усі цінні папери, андеррайтер може зобов'язатися купити залишок за

встановленою ціною. Це діяння забезпечує захист інтересів емітента, дозволяючи йому отримати потрібне фінансування навіть у разі несприятливих ринкових умов, та уникнути фінансових збитків чи нестабільності.

З розгляду конкретної інформації про андеррайтера, зокрема у сфері консультацій і взаємодії з емітентом, перейдемо до більш загального розгляду його ролі у процесі розміщення цінних паперів. Як вже зазначалося, цей спеціаліст виступає мостом та посередником між емітентом і потенційним акціонером. Цікаво, що його стратегічне положення може приховувати в собі ряд нюансів та особливостей.

Як стверджує О. О. Овдієнко, діяльність андеррайтера, як і будь-якого іншого посередника, включає дві сторони: внутрішню та зовнішню. Внутрішня сторона відображає взаємодію андеррайтера з емітентом під час розміщення цінних паперів, тоді як зовнішня охоплює відносини андеррайтера з інвесторами у цінні папери. У обох цих відносинах існує обмін інформацією, що стосується розміщення цінних паперів. Деяка інформація має конфіденційний характер, тоді як інша відкрита для загального огляду. Проте саме цей обмін інформацією викликає питання практичного характеру, адже у андеррайтера, як посередника між емітентом та інвесторами, може виникнути так званий «конфлікт інтересів». З однієї сторони, андеррайтер має обов'язок відстоювати інтереси емітента, а з іншої – він не може не враховувати інтереси інвесторів, які перед придбанням цінних паперів мають право на достатній обсяг інформації про них та їх емітента [150]. Як можна зрозуміти, завдання андеррайтера це знайти баланс між цими інтересами, забезпечуючи справедливий і прозорий обмін інформацією, що дозволить учасникам приймати обґрунтовані рішення.

Відповідно до ст. 44 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», в рамках угоди про андеррайтинг, інвестиційна фірма діє від свого імені або від імені емітента чи оферента отримуючи за це винагороду відповідно до угоди. Так, андеррайтинг включає в себе такі обов'язки інвестиційної фірми:

- 1) складання проспекту цінних паперів, включно із встановленням та узгодженням основних параметрів паперів (вид, тип, кількість, умови продажу тощо) з емітентом чи оферентом;
- 2) встановлення вартості пропонованих до продажу паперів, можливо, шляхом аналізу ринку капіталу;
- 3) реєстрації проспекту цінних паперів;
- 4) продаж цінних паперів першим власникам в межах визначеного у проспекті терміну;
- 5) купівля цінних паперів, які не знайшли своїх перших власників [31].

Описані обов'язки інвестиційної фірми в контексті андеррайтингу відкривають простір для дискусії стосовно етичних норм і відповідальності таких фірм. Таким чином, під час проведення цих дій, інвестиційна компанія може виявити інформацію, яка негативно впливатиме на привабливість цінних паперів. В такому контексті, виникає питання про те, як інвестиційні компанії в особі андеррайтера повинні балансувати між своїми обов'язками перед емітентами та своєю відповідальністю перед іншими професійними учасниками ринку.

У світлі вищеведеного очевидно, що андеррайтери можуть вступати у співпрацю з іншими андеррайтерами для організації публічного розміщення цінних паперів. Така співпраця ґрунтується на загальних засадах справедливості, добросовісності та розумності. Це відображено в процесі розкриття відомостей при укладанні договорів. Порушення всіх вказаних засад є не припустимим, оскільки в основі самої природи відносин у сфері андеррайтингу, насамперед лежить обов'язок андеррайтера допомагати емітенту у встановленні ціни на цінні папери. Це вимагає врахування численних складних факторів, що впливають на ринок цінних паперів. І саме андеррайтер, має володіти всіма необхідними знаннями та інформацією для цього завдання [149, с. 240]. Так, андеррайтери, відіграючи важливу роль у процесі публічного розміщення цінних паперів, мають дотримуватися принципів справедливості, добросовісності та розумності. Неабияка вага цієї ролі обумовлена обов'язком андеррайтера до глибокого

розуміння ринкової динаміки, а також завданням встановлення адекватних цін на цінні папери.

В українському законодавстві не передбачено обов'язку для андеррайтера відповідати за недостовірні або неповні дані, що стосуються випущених ним цінних паперів. Однак, ці норми є досить загальними в контексті андеррайтингу, також необхідно додати, що такий стан не може відповідати загальноприйнятим міжнародним нормам. Важливістю такого питання, як недостовірні або неповні дані у контексті андеррайтингу, не можна знехтувати. У міжнародній практиці важливим є прозорість, відповідальність та захист прав професійних учасників ринку, в Україні ця сфера залишається недостатньо врегульованою, що створює певні прогалини та ризики.

За умов контексту, коли отримується хибна інформація від андеррайтера, покарання за це стає складним завданням. Існує імовірна можливість звернутися до суду за захистом, але в найгіршому випадку, навіть якщо емітенти зможуть надати суду докази того, що інформацію було отримано від андеррайтера, представник останнього може заявити, що його ввели в оману самі емітенти щодо фінансового стану компанії (так як законодавство не передбачає обов'язку андеррайтера перевіряти цей стан). В умовах сучасного ринку цінних паперів України, де андеррайтер може уникнути відповідальності за свої дії, порушуючи принцип добросовісності, безперечно виникає потреба у реформуванні законодавства, зокрема з метою збільшення відповідальності андеррайтерів та надання емітентам гарантій. Проаналізувавши це, автором пропонується створення окремого, незалежного регулятивного органу, який би контролював адміністративно-правове забезпечення якості роботи андеррайтерів. Цей орган мав би за обов'язок аналізувати діяльність андеррайтерів, розробляти рекомендації з покращення професійних стандартів, та публікувати звіти про зловживання чи можливі зловживання і відповідальності за них.

Враховуючи вищевказане, акцентується увага на проблемі відповідальності андеррайтера та взаємодії інтересів усіх учасників процесу, при цьому уникаючи відповідальності за можливість введення в оману. Втім,

відповідальний підхід до своєї професійної діяльності завжди вимагає дотримання принципів чесності та відкритості.

На думку К. О. Маслової-Юрченко, беззаперечним є той факт, що потрібно прямувати до забезпечення прозорості ринку та надійності інвестицій. Тому розголошення інформації буде найбільш правильним рішенням з боку андеррайтера, хоча це не співпадатиме з інтересами емітента та самого андеррайтера. Щоб вирішити ці проблеми, потрібно внести значні зміни в нормативно-правову базу, яка регулює питання діяльності фондових ринків України [149, с. 241-242]. Тобто андеррайтери повинні бути відкритими щодо інформації, навіть якщо це може йти проти інтересів емітента або самого андеррайтера.

На додаток до пропозицій щодо внесення змін для адаптації українського законодавства до міжнародних стандартів, автор пропонує розглянути можливість введення в Україні системи «андеррайтерського рейтингу». Системи такого роду вже успішно функціонують у Великій Британії, країнах ЄС, Сполучених Штатах Америки та деяких країнах Азії. Їх основна мета полягає у відображенні якості роботи андеррайтера, його досвіду та рівня відповідальності за попередні угоди. Вважається, що високий рейтинг андеррайтерів може стати додатковим механізмом довіри до них, а також стимулюватиме останніх до більш прозорості та чесною роботи.

Все зазначене веде нас до фундаментального питання законодавчого регулювання на рівні держави, що є надзвичайно важливим для перспективного розвитку фондового ринку України. Прийняття ряду відповідних нормативно-правових актів можуть стати ключовими кроками, оскільки такі заходи матимуть на меті вирішення існуючих проблем між провідними гравцями ринку та внесення ключових змін до регуляторної основи. В цьому контексті, застосування міжнародних норм, а також активна взаємодія з ЄС відіграватимуть важливу роль у забезпеченні стійкого розвитку фондового ринку України, які спрямовані на захист інтересів емітентів та інших професійних учасників, а також забезпечення правильного функціонування ринку цінних паперів.

Отже, дослідження проблем андеррайтингу займає вирішальне місце в процесі відкритого випуску цінних паперів на українському фондовому ринку, відіграючи ключову роль у забезпеченні його ефективності та прозорості. Незважаючи на це, наявність значних прогалин у вітчизняному законодавстві створює серйозні ризики для захисту прав емітентів та зацікавлених сторін на ринку. Ситуація може бути покращена через спробу імплементації міжнародних стандартів і практик, адаптацію до рекомендацій Міжнародної асоціації комісій з цінних паперів та введення інноваційних механізмів, таких як система «андеррайтерського рейтингу», що підвищить довіру на ринку. Також важливо активізувати співпрацю з ЄС, що сприятиме інтеграції України в європейський фінансовий простір. Усе це, у сукупності, може забезпечити стійкий розвиток і зростання прозорості ринку цінних паперів України, відкриваючи нові можливості для вітчизняних та міжнародних інвестицій.

Висновки до 2 розділу:

Підбиваючи підсумки дослідження стосовно адміністративно-правового регулювання механізмів захисту емітентів, оглядаючи джерела за темою дисертаційного дослідження та актуальні зміни до законодавства України й інших країн щодо проблеми захисту емітентів у сфері цінних паперів, забезпечуючи стабільність шляхом дотримання законодавчих норм, які надають можливість оскарження нечесних дій державних установ для захисту власних прав, та включають функцію андеррайтерів як посередників між емітентами, а також іншими учасниками ринку цінних паперів для зниження ризиків та підвищення довіри, можна зробити, зокрема, наступні висновки:

1. Визначається, що посилення ролі Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку у контексті адміністративно-правового регулювання на фондовому ринку, акцентуючи увагу на важливості дотримання законодавства і захисті інтересів емітентів, включаючи боротьбу з недобросовісними практиками та інсайдерською торгівлею, забезпечить емітентам ефективніший

захист, оскільки підсилиться надання додаткових ресурсів і повноважень для контролю й виявлення порушень.

2. Обґрунтовується необхідність строгого дотримання принципів корпоративної прозорості та ефективного управління, зокрема в умовах України, де процес оскарження дій органів державної влади є досить складним, що підкреслюється важливістю наявності компетентних юридичних радників як захисників прав та інтересів емітентів для забезпечення ефективного захисту від загроз, ризиків і зміцнення довіри на ринку.

3. Проводиться аналіз можливості розвитку інтерактивної платформи з формами для подання адміністративних скарг, системою трекінгу та аналітичними інструментами, разом з підвищенням юридичної обізнаності учасників ринку і адаптацією до змін у міжнародному правовому середовищі, що стане ключовим для підтримки динамічного розвитку фондового ринку та ефективного використання прав в Україні.

4. З метою превентивного впливу на андеррайтерів в Україні для забезпечення високого рівня професіоналізму та зниження ризику зловживань, пропонується створити окремий незалежний регулятивний орган, який контролюватиме адміністративно-правове забезпечення якості роботи андеррайтерів, включно з аналізом їх діяльності, розробкою рекомендацій для покращення професійних стандартів та опублікуванням звітів про зловживання чи можливі зловживання та відповідальністю за них.

5. Пропонується в Україні ввести систему «андеррайтерського рейтингу», яка вже успішно працює у Великій Британії, країнах ЄС, Сполучених Штатах Америки, та деяких країнах Азії, з метою відображення якості роботи андеррайтерів, їх досвіду, та рівня відповідальності, що може стати додатковим механізмом довіри та стимулом до більш прозорої та відповідальної роботи.

РОЗДІЛ 3

АДМІНІСТРАТИВНО-ПРАВОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЗАХИСТУ ПРАВ ТА ІНТЕРЕСІВ АКЦІОНЕРІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПОРІВНЯЛЬНО-ПРАВОВИЙ АНАЛІЗ

3.1 Повноваження регуляторів у сфері адміністративно-правового забезпечення захисту акціонерів

Адміністративно-правове регулювання в сфері акціонерних відносин відіграє важливу роль стосовно забезпечення захисту прав та інтересів учасників ринку цінних паперів. Норми регулювання поширюється на всіх учасників акціонерних відносин, і акціонери не є винятком. Як важливі фігури у світі корпорацій, акціонери мають комплекс прав та прерогатив, що надає їм можливість не лише вкладати кошти, але і активно співпрацювати з керівництвом юридичної особи у вигляді акціонерного товариства, впливаючи на його стратегічний курс. Цей комплекс прав включає в себе можливість отримання прибутку у вигляді дивідендів або участі у вирішенні ключових питань діяльності на рівні управління товариства. Проте, права та інтереси акціонерів можуть бути порушені. В таких ситуаціях акціонери мають право та всі необхідні підстави для звернення до адміністративних органів, а також судових установ, з метою захисту і відновлення своїх порушених прав та інтересів.

Так, у контексті роботи акціонерне товариство розглядається як «юридична особа», здатна брати участь у публічних правовідносинах, яка в правовій сфері визнається суб'єктом і набула власних прав та обов'язків [151, с. 725]. Як юридична особа, воно діє у рамках встановлених норм, використовуючи свої правові можливості та ресурси для ефективної діяльності, особливо у фінансовому секторі [152, с. 74]. Цей статус дозволяє акціонерному товариству відігравати значну роль у адміністративно-правових процесах, включно з набуттям, зміною чи припиненням прав та обов'язків. Глибоке розуміння цих

юридичних осіб сприяє кращому засвоєнню складних аспектів акціонерних відносин та інших видів правових взаємодій на фондовому ринку.

Недавні оновлення, внесені у законодавчу базу держави, які також торкнулися змін в Законі України «Про акціонерні товариства», спрямовані на зміцнення захисту прав акціонерів. Зокрема, було удосконалено регулювання діяльності незалежних директорів та посилена прозорість звітності товариств. Закон відіграє ключову роль у захисті акціонерів, встановлюючи основні вимоги до акціонерних товариств і враховуючи інтереси не лише окремих акціонерів, а й суспільства в цілому. Права акціонерів та їх інтереси можуть бути порушені різними сторонами, включаючи саме акціонерне товариство, його органи, посадових осіб, акціонера, що має вирішальний вплив на товариство, а також третіми особами. Україна регулює адміністративно-правову діяльність акціонерних товариств через НКЦПФР, яка видає ліцензії для здійснення діяльності та контролює реєстрацію, включаючи випуск акцій. Комісія вимагає від товариств регулярно розкривати інформацію про свою діяльність, фінансові результати, структуру власності, значні угоди тощо, що є важливим для акціонерів при прийнятті рішень [65].

Згідно з ст. 3 Положення про НКЦПФР, даний орган займається захистом інтересів власників акцій. Це включає забезпечення їхнього права на доступ до інформації, можливість брати участь у зборах акціонерів та право на частку в прибутку компанії [65]. НКЦПФР, регулюючи ринок цінних паперів, встановлює правила та стандарти, які забезпечують прозорість та справедливість угод для акціонерів, тим самим захищаючи їхні права та інтереси і сприяючи стабільному розвитку ринків цінних паперів. Це підкреслює важливість та вплив адміністративно-правового регулювання у захисті інтересів акціонерів та забезпеченні прозорості діяльності акціонерних товариств.

Однією з головних проблем у сфері забезпечення захисту прав акціонерів, які можуть виникнути між ними та товариством є можливість зловживань з боку деяких акціонерів або представників акціонерних товариств. Так, зловживання правом звертатися за захистом своїх порушених прав класифікується як

адміністративне правопорушення, якщо воно порушує законні інтереси інших осіб або вводить органи в оману з метою отримання незаслужених вигод чи завдання шкоди. Згідно з думкою А. Кернецького, це правопорушення може бути вчинене безпосередньо акціонером (групою акціонерів) або представником акціонерного товариства під час здійснення своїх прав. Основні мотиви такого зловживання можуть бути пов'язані з наміром завдати збитків іншим акціонерам, перешкодити їм у законному використанні їх майнових та немайнових прав, або ж з використанням недозволених методів для реалізації та захисту своїх прав [153]. Тобто у акціонерних відносинах зловживання правом веде до фінансових втрат через штрафи, компенсації та судові витрати. Це може підривати довіру до акціонера чи товариства, спричиняючи внутрішні конфлікти та негативно впливати на ринкову вартість акцій.

До прикладу, в Європі відзначається велика різноманітність у контексті захисту прав акціонерів. Кожна з країн ЄС має свою фінансову і правову систему, що безпосередньо впливає на її законодавство та стандарти. Серед європейських країн Угорщина суттєво виділяється своєю прихильністю до захисту прав акціонерів: її стандарти у цій сфері сягають показника в 71%. Це свідчить про те, що Угорщина доклала великих зусиль для створення сприятливого середовища для учасників ринку цінних паперів, намагаючись забезпечити їхні права та інтереси. Далі йдуть Польща та Болгарія [20], які також є важливими гравцями на європейському ринку з точки зору захисту прав акціонерів, що зробили значний прогрес у цьому напрямку за останні роки. Це свідчить про активний розвиток законодавства та зусилля уряду сприяти прозорості та відкритості. Таким чином, ми бачимо, що уряди країн активно працюють над удосконаленням фінансової складової, намагаючись наблизитися до високого рівня міжнародних стандартів.

Як всі добре розуміють, встановлення заборон на зловживання з боку керівництва товариства є одним із важливих напрямків захисту прав та інтересів акціонерів. Так, в Польщі § 3 ст. 355 Кодексу комерційних товариств передбачає, що винагорода за послуги або інші переваги, надані товариству засновниками,

акціонерами, пов'язаними товариствами чи кооперативами, або тими, які залишаються у відносинах залежності чи підпорядкування, не може перевищувати звичайної винагороди, прийнятої на ринку [74]. Очевидно, що дане положення забезпечує ефективний захист інтересів акціонерів від потенційного конфлікту сторін, сприяючи при цьому справедливому та конкурентному формуванню цін на послуги в рамках ринкових стандартів.

На тлі адміністративно-правових регулювань, що обмежують зловживання в сфері винагороди за послуги і сприяють захисту інтересів акціонерів, іншим критичним аспектом стає розгляд корпоративних спорів та прав міноритарних акціонерів. Органи управління, уповноважені розглядати корпоративні спори, які можуть виникнути між акціонерами, між акціонерами та органами або посадовцями юридичної особи. Однак, в акціонерних товариствах, де діє принцип «одна акція – один голос», міноритарні акціонери часто опиняються в не вигідному положенні, оскільки велика частина рішень контролюється мажоритарними акціонерами. Особливо цікавим є питання того, як захистити інтереси таких міноритарних акціонерів і підсилити прозорість та ефективність корпоративного управління [154, с. 82].

Так, Д. С. Січко акцентує увагу на тому, що акціонери зазвичай користуються декількома формами для захисту своїх прав та інтересів:

- 1) використання цивільного права для захисту прав та інтересів;
- 2) рішення судових інстанцій у справах, що стосуються захисту прав та інтересів власників акцій;
- 3) різноманітні інші підходи до захисту законних прав та інтересів акціонерів:
 - за допомогою адміністративного права;
 - за допомогою кримінального права [155, с. 267].

Механізм захисту прав акціонерів може здійснюватися через інтегровану систему адміністративно-правового регулювання, побудовану на законодавчих принципах і нормах, що спрямована на забезпечення ефективного захисту їх прав та інтересів. Ці законодавчо визначені заходи створені не лише для відновлення

вже порушених прав акціонерів, але й для їхнього припинення, а також запобігання потенційним порушенням у майбутньому. Важливою особливістю цієї системи є її динамічність та гнучкість, яка дозволяє адаптуватися до змінюваних корпоративних умов і відповідно реагувати на різні види порушень. Заходи, передбачені для захисту прав акціонерів, базуються не лише на відповідних загальнодержавних законодавчих актах, але й на внутрішньокорпоративних документах, що визначають конкретні механізми захисту та процедури їх застосування в межах окремого товариства [156].

Законодавчі норми визначають право акціонерів на захист, що є фундаментальним чинником. Кожен акціонер має можливість захищати свої права та інтереси, звертаючись до судових та інших компетентних органів. Для ефективного використання цього права, акціонерам доступний спектр засобів та методів захисту, які використовуються в різних правових ситуаціях. Однак у відносинах між учасниками часто використовується адміністративний механізм захисту корпоративних прав. Це означає, що спори вирішуються органами, які не є безпосередніми учасниками конфлікту, але мають відношення до одного або декількох учасників цього конфлікту через відповідні правові структури [157, с. 171].

В рамках корпоративного управління прав та інтересів акціонерів, конкретні законодавчі акти, такі як Закон України «Про акціонерні товариства», надають додаткові можливості для ефективного захисту та відновлення порушених прав. В акціонерних відносинах забезпечення прав акціонерів є ключовим для корпоративного управління, оскільки ці права відображаються через акції, якими вони володіють. Ефективний захист цих прав передбачає ряд законодавчих заходів на їх попередження та відновлення. Серед інших способів захисту прав акціонерів, у випадку порушення їх прав та інтересів, необхідно назвати той, що передбачено в ч. 1 ст. 61 Закону України «Про акціонерні товариства», в якій вказується на право акціонера подати до суду апеляцію щодо вирішення, прийнятого на загальних зборах акціонерів протягом шести місяців з дня прийняття рішення [38].

Досвід Польщі у захисті прав акціонерів передбачає створення Інформаційного центру під егідою Комісії по цінним паперам, включаючи бібліотеку та веб-сайт для консультацій громадян. Це надає акціонерам право на доступ до ключової інформації про компанію, як-то її фінансові звіти. Такі підходи спільні для більшості країн ЄС. При приховуванні або наданні неповної інформації, акціонери мають право звертатися до суду [158]. Проте акціонерна форма бізнесу включає ризики, такі як розбіжність інтересів управлінців та акціонерів, потребує законодавчої регуляції. Це було підтверджено в Чехії, де після проблем із спекуляціями акціонерським майном були внесені законодавчі зміни [159]. Як результат, зміни не лише захистили права акціонерів, але й підсилили довіру до корпоративного управління, стимулюючи інвестиції та розвиток акціонерних відносин.

У цьому контексті, особлива увага приділяється захисту прав акціонерів, особливо під час виплати дивідендів. Знання особливостей виплати дивідендів, допоможе акціонерам краще розуміти механізми захисту своїх прав відповідно до національного законодавства та внутрішніх документів самого товариства, зокрема його статуту [160, с. 323]. Так, відповідно до ст. 26 Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю», дивіденди компанії розподіляються серед акціонерів відповідно до моменту прийняття рішення про їх нарахування, у відповідності з розміром їх внесків та на підставі отриманого чистого прибутку. Цей аспект є критично важливим, оскільки в ТОВ дивіденди виплачуються учасникам залежно від їх частки в компанії, формуючи відносини між учасниками. Зазвичай це грошові кошти, але на загальних зборах форма виплати може бути змінена за одностайним рішенням учасників [161].

Важливо розуміти, що виплата дивідендів є ключовим моментом для учасників ринку цінних паперів. В акціонерних товариствах правильна політика та підхід до виплати дивідендів не лише може збільшити привабливість компанії на фондовому ринку, але й стимулює інтерес та зміцнює довіру поточних та потенційних акціонерів. Водночас, у ТОВ ця політика прямо впливає на довіру та відносини між учасниками. З адміністративно-правової точки зору, податкове

регулювання дивідендів в Україні охоплює ряд нормативних актів та адміністративних процедур. Це включає декларування та сплату податків на дивіденди, встановлення податкових ставок, регламентацію можливих податкових пільг [162], а також інших винятків для різних категорій акціонерів.

Цікавим є той факт, що згідно з ст. 349 Кодексу комерційних товариств Польщі, акціонерам дозволяється отримувати авансовий платіж за очікуваними дивідендами наприкінці фінансового року, якщо товариство має достатньо коштів для цього. Однак виплата такого авансу вимагає згоди наглядової ради. Є й інша важлива умова: товариство може виплачувати аванс тільки у тому випадку, якщо фінансовий звіт за останній фінансовий рік, перевірений державним аудитором, вказує на наявність прибутку. При цьому авансова сума не може перевищувати половини прибутку за останній фінансовий рік, вказаного у звіті, коригованого з урахуванням резервів прибутку та зменшеного на непокриту збитки та власні акції. Правління має заздалегідь, за чотири тижні до виплати, інформувати акціонерів про свій намір виплатити аванс, вказавши дату підготовки фінансового звіту, очікувану суму авансу та дату його виплати [74].

Українське законодавство встановлює чіткі рамки щодо виплати дивідендів акціонерам, виходячи з типу володіння акціями. Зокрема, у випадку привілейованих акцій, що можуть бути різних класів, умови та конкретний розмір дивідендів чітко прописані в статуті акціонерного товариства. Це означає, що власники таких акцій мають гарантовані права на отримання дивідендів у визначеному статутом розмірі, що забезпечує їм стабільний дохід і прозорість умов їх виплати. Така практика дозволяє акціонерам заздалегідь знати свої фінансові перспективи, спираючись на офіційні документи товариства.

Водночас, слід зазначити, що умови виплати дивідендів для власників простих акцій мають свої особливості та значно відрізняються від умов для інших видів акцій. Розмір дивідендів для власників простих акцій не встановлюються чітко статутом товариства, а визначаються виходячи з загального прибутку. Важливим є той факт, що кінцеве рішення щодо виплати дивідендів приймається на загальних зборах акціонерів, що надає простору для

дискусій та висловлення думок з цього питання. Цей демократичний підхід не тільки сприяє прозорості та передбачуваності платежів, але й активізує участь акціонерів у житті акціонерного товариства, даючи їм можливість впливати на управління та стратегічні рішення.

Така політика виплати дивідендів сприяє формуванню міцних зв'язків та довіри між акціонерами та керівництвом товариства, що є ключовим фактором стабільності та успіху. Вона допомагає уникати потенційних конфліктів чи непорозумінь, які можуть виникнути через незадоволення фінансовими результатами або управлінськими рішеннями. У випадку виникнення сумнівів щодо законності прийнятих рішень, ця система також надає акціонерам можливість звернення до судових інстанцій для захисту своїх прав. Це підкреслює важливість правового поля та законодавчої бази в регулюванні відносин між акціонерами та керівництвом товариства, забезпечуючи справедливість та прозорість у фінансових питаннях.

В практиці діяльності акціонерних товариств іноді спостерігається, що не всі акціонери отримують дивіденди на рівних з іншими умовах. Це стає особливо очевидним на прикладі ПАТ «Укрнафта». Суд визнав дискримінацію фізичних осіб-акціонерів ПАТ «Укрнафта», вказавши на ситуацію, де акціонери, які володіють менше 1% статутного капіталу, стикаються з менш прихильним ставленням при виплаті дивідендів порівняно з тими, хто має понад 1% акцій. З іншого боку, акціонери з менше ніж 10% акцій не мають коштів для отримання дивідендів. Суд вважає нелогічним, що компанія може забезпечити виплату 90% дивідендів, але не може знайти кошти на виплату решти 10%. Така позиція свідчить про дискримінацію у цьому секторі суспільних відносин. Однак, суд зауважив, що хоча деякі виплати можуть бути зупинені зустрічними вимогами, існує боржник товариства з обов'язками перед ПАТ «Укрнафта», які можуть бути примусово виконані. Для акціонерів, що володіють приблизно 90% акцій статутного капіталу, передбачені кошти на виплату дивідендів [163]. В окреслених вище випадках позовні вимоги були задоволені.

З огляду на розвиток правової системи, взаємодія між судовою практикою, яка формує становище, та науковими підходами виявляється надзвичайно актуальною та отримує визнання в науці правознавства. Розвиток правових норм та інститутів сприяє формуванню стійких економічних відносин, в тому числі у сфері корпоративного управління. З іншого боку, у Польщі вирішення проблем боргів, пов'язаних із виплатою дивідендів по акціям, має свої особливості. Відповідно до § 4 ст. 353 Кодексу комерційних товариств, у випадку, коли акціонеру не було частково або повністю виплачено дивіденди за певний фінансовий рік, акціонер має право на компенсацію з прибутку в наступних роках. Проте ця компенсація має бути здійснена не пізніше ніж протягом трьох наступних фінансових років [74].

Особливу увагу в цьому контексті заслуговує захист прав акціонерів, який є фундаментальним для стабільності та розвитку вітчизняного фондового ринку. Захист прав міноритарних акціонерів на вітчизняному фондовому ринку є ключовим кроком до становлення цивілізованих відносин. Основою таких відносин є принципи добросовісної конкуренції, еквівалентності зусиль та результатів, а також врахування інтересів всіх економічних учасників. В ході своєї діяльності, кожна фірма укладає численні угоди, які можуть відрізнятися за предметом, характером, строками виконання та іншими параметрами, впливаючи на економіку акціонерних товариств [164, с. 13].

Підкреслюючи велике значення, яке має адміністративно-правове регулювання для ефективного управління та надійного захисту прав акціонерів, не можна залишати без уваги важливу роль, яку відіграє структура управління в самому акціонерному товаристві. Ця структура, будучи критично важливою для досягнення цілей товариства та захисту інтересів її акціонерів, формується з урахуванням нюансів типу та особливостей правової системи кожної окремо взятої країни. Таким чином, адміністративно-правове регулювання виступає як основа для розробки ефективних механізмів управління, здатних адаптуватися до різноманітних правових умов та забезпечити стабільність і прозорість функціонування акціонерних товариств.

Органи управління акціонерного товариства, які є втіленням цих принципів, створюються з огляду на специфіку та вимоги національного законодавства. У багатьох європейських країнах зазвичай практикується формування дворівневої або трьохрівневої системи управління, що дозволяє досягти оптимального балансу між потребами управління та необхідністю забезпечення прав та інтересів акціонерів. Така структура управління забезпечує ефективну взаємодію між різними органами управління і акціонерами, сприяючи створенню прозорого та відповідального управлінського механізму, який сприяє сталому розвитку акціонерного товариства та захисту прав його учасників.

Структура управління акціонерним товариством трьох рівнів включає:

- а) правління;
- б) наглядову раду;
- в) загальні збори акціонерів.

Зокрема, у дворівневій моделі управління акціонерним товариством виокремлюють:

- а) правління (чи раду директорів);
- б) загальні збори акціонерів [165, с. 104].

У Німеччині переважає трьохрівневий механізм управління акціонерними товариствами, який вказує на наявність трьох ключових органів, що відповідають за різні аспекти керівництва. Натомість у Великобританії основний акцент робиться на дворівневий підхід до управління, що передбачає два основних органи управління акціонерного товариства. У Франції існує гнучкість у виборі між дворівневою та трьохрівневою системами керівництва для акціонерних товариств, дозволяючи вибирати модель, яка найкраще підходить для їх потреб та особливостей діяльності [166, с. 143].

В Україні на теперішній час акціонерним товариствам надано змогу відходити від дворівневої структури на користь спрощеної однорівневої моделі, яка управлятиметься через загальні збори та раду директорів, відкидаючи необхідність у наглядовій раді. Така структура дозволяє ефективно захищати

права та інтереси акціонерів, користуючись механізмами врегулювання спірних відносин, визначеними у внутрішніх документах товариства [167].

Важливу роль в цьому відіграє процес адміністративно-правового регулювання, де відповідно до ст. 4 Закону України «Про акціонерні товариства», встановлюється правова основа для існування однорівневої системи управління. При якій основним органом управління є рада директорів, яка здійснює функції контролю та управління діяльністю товариства. У дворівневій структурі управління акціонерного товариства основні органи включають загальні збори акціонерів, наглядову раду та виконавчий орган. Тут виконавчий орган займається поточною діяльністю, а наглядова рада контролює його роботу та діяльність інших керівників товариства [38].

В Україні, на відміну від Німеччини та Великобританії, акціонерні товариства мають можливість вибору між однорівневою та дворівневою системами управління. Такий підхід збігається з французькою моделлю, де дозволено вибирати між дворівневою та трьохрівневою структурами. Однак однорівнева система, що базується на раді директорів, не завжди може забезпечити оптимальний контроль та управління. Отже, опираючись на успішний досвід Німеччини, автор пропонує впровадження трьохрівневої моделі управління в Україні, оскільки така модель сприятиме кращому розподілу обов'язків, мінімізації конфліктів інтересів та забезпеченню більш об'єктивного прийняття рішень, відтак поліпшуючи систему управління та роблячи її менш залежною від особистих інтересів.

Незалежно від моделі управління, ключовим елементом та найвищим органом будь-якого акціонерного товариства як в Україні, так і в Європі є його Загальні збори. Згідно з ст. 52 Закону України «Про акціонерні товариства» особи, які внесені до реєстру акціонерів з правом голосу, або їх делеговані представники мають можливість брати участь у загальних зборах. Такий реєстр складається на момент 23 годину робочого дня, що передує двом дням до дати зборів, у відповідності до норм українського законодавства, що регулює депозитарну систему України. Товариство зобов'язане надавати акціонеру

інформацію про його включення до цього переліку за його вимогою. Також на зборах за запрошенням особи, що скликає збори, можуть бути присутні і інші особи [38].

Визначена дата зборів, встановлена особою, яка їх скликає, не має права бути раніше дня, коли було ухвалене рішення про проведення цих зборів. Інтервал між цією датою та днем, коли відбудуться збори, повинен бути не менше 30 днів. Це стосується особи, яка несе відповідальність за зібрання загальних зборів і затвердження їх порядку денного, під час ухвалення рішення про проведення позачергових загальних зборів може бути визначено, що інформування про ці збори буде здійснюватися не пізніше, ніж за 15 днів до дати їх проведення, з урахуванням винятків передбачених законодавством [38]. Тим не менш, у випадку позачергових зборів, ініційованих акціонерами, інформація надсилається лише тим акціонерам, які висунули таку вимогу.

Ініціювання процедури скликання та проведення Загальних зборів акціонерного товариства відбувається завдяки діям уповноважених осіб у рамках корпоративних відносин. Сам порядок скликання акціонерного товариства передбачений у статуті товариства, якщо останнє не виконується, то акціонери можуть самостійно ініціювати таке скликання. Законодавство та статут не встановлюють регулярного проведення позачергових зборів [168, с. 177]. Згідно з ст. 42 Закону України «Про акціонерні товариства» стверджує, що тільки акціонери, які володіють більше ніж 5% голосуючих акцій на момент подання вимоги, можуть вимагати проведення позачергових зборів. Якщо протягом 10 днів наглядова рада чи рада директорів не прийме рішення щодо цього або вирішить відмовитися, акціонери, що висунули вимогу, мають право організувати позачергові збори протягом 90 днів. Водночас, рішення про не скликання позачергових зборів можна оскаржити в суді [38].

Тобто, акціонери гарантовано повинні отримувати повідомлення про зміни в порядку денному зборів та доступ до відповідних документів. Акціонерні товариства зобов'язані розкривати всю інформацію, яка встановлена правилами адміністративно-правового регулювання, включаючи регулярне оприлюднення

фінансових звітів, звітів про корпоративне управління, інформації про внутрішні угоди згідно зі ст. 4 Положення про НКЦПФР [65]. Ці вимоги контролюються адміністративно-правовими регуляторами, що сприяє прозорості ринку та дозволяє акціонерам приймати обґрунтовані інвестиційні рішення. У випадку порушення законодавчих норм, акціонерні товариства можуть зіткнутися з різними правовими наслідками, включаючи адміністративну відповідальність, що може призвести до накладення штрафів [97], припинення діяльності або втрати ліцензії, а також можливості судових позовів. Такі санкції є важливим інструментом для забезпечення дотримання встановлених стандартів та захисту прав акціонерів.

До прикладу, в ЄС, акціонерам забезпечується участь в інформованому голосуванні на загальних зборах незалежно від місця проживання. Вони мають мати достатньо часу для ознайомлення з матеріалами, що розглядатимуться, та визначення своєї позиції. Важливо своєчасно інформувати акціонерів про збори та забезпечити їх всією необхідною інформацією. Використання сучасних технологій, зокрема Інтернету, дозволяє реалізувати права акціонерів, як це вказано в Директиві ЄС від 11 липня 2007 року. Згідно з ст. 5 цієї Директиви, державам-членам потрібно гарантувати розміщення інформації для акціонерів на сайті товариства за 21 день до зборів та до їх завершення, до такої інформації належать:

- а) сповіщення про скликання Загальних зборів;
- б) загальний обсяг акцій та голосів станом на дату сповіщення про скликання (із деталізацією по кожному класу акцій, якщо капітал товариств розділений на кілька класів акцій);
- в) набір документів, які необхідно надати в ході засідання загальних зборів;
- г) пропозицію рішення або, якщо немає потреби у прийнятті рішення, коментар відповідального органу товариства щодо кожного пункту денного порядку загальних зборів. Окрім того, проекти рішень, внесені акціонерами, повинні бути негайно опубліковані на сайті фірми після їх реєстрації;

д) у відповідних випадках бланки для голосування через представника та кореспондентське голосування мають бути доступні акціонерам, якщо лише ці бланки не були вже відправлені кожному акціонеру безпосередньо. Якщо існують технічні причини, через які бланки не можна розмістити на сайті, то товариство має розмістити інформацію про спосіб отримання паперових копій цих бланків на своєму офіційному сайті. В такому випадку, товариство зобов'язане відправити бланки акціонерам поштою на їхню вимогу та без додаткової оплати з їх боку [158].

З вищевказаного випливає, що акціонерам надається можливість брати участь у голосуванні на загальних зборах, незалежно від їх місця проживання. Вони повинні мати гарантований час для вивчення документів до зборів. Директива ЄС 2007/36/ЄС, прийнята 11 липня 2007 року, підкреслює важливість використання мережі Інтернет у захисті прав акціонерів. За цією Директивою, країни ЄС зобов'язані забезпечувати оприлюднення важливої інформації для акціонерів на сайті товариства до початку зборів, включно із повідомленнями про скликання зборів, кількість акцій та проекти рішень.

Коли порушуються права акціонерів на участь у керівництві товариством, наприклад, у зв'язку з некоректним скликанням або інформуванням щодо загальних зборів акціонерів, закон передбачає необхідність дотримання певних процедур. Це зроблено для того, щоб акціонери мали реальну можливість брати участь у зборах та вносити свої пропозиції. Дані правила встановлені для захисту прав акціонерів і забезпечення їхньої ефективної участі у рішеннях компанії. Так, Постановою Верховного Суду у справі від 24 жовтня 2008 року за номером 13 вказано, що у ситуаціях, коли виникають конфлікти щодо анулювання рішень загальних зборів через відмову в допуску акціонерів компанії до участі, судам необхідно визначити, чи мала відсутність (або наявність) акціонерів значний вплив на процес прийняття цих рішень [169]. Таким чином, аналіз судової практики демонструє нам, що одним із найбільш поширених випадків порушень в сфері акціонерних відносин є несвоєчасне або неповне розкриття інформації, зловживання правами міноритарних акціонерів, а також порушення правил

проведення зборів акціонерів. Відповідно до вищенаведеного, застосування адміністративних штрафів та інших санкцій може посприяти зниженню кількості порушень та сформуванню відповідального ставлення до дотримання законодавчих вимог.

Особливість захисту прав акціонера в контексті загальних зборів полягає у можливості впливати на ухвалення рішень через голосування. В країнах-членах особливий акцент робиться на праві акціонера участі у Загальних зборах. Законодавство ЄС детально визначає вимоги до повідомлень про скликання зборів, включаючи скорочення термінів, надання детальної інформації та заборону на стягування витрат з акціонерів. Щодо кворуму, необхідного для прийняття рішень, ЄС зазвичай не ставить жорстких вимог до його наявності, але у визначених ситуаціях вимагається присутність акціонерів, які володіють певною частиною статутного капіталу. Також відмічається можливість електронної участі в зборах [170, с. 337]. Важливо зазначити, що захист прав і інтересів акціонерів, а також адміністративно-правове регулювання роботи акціонерних товариств у Європі, покладено на Європейський орган з цінних паперів та ринків, який функціонує як автономна установа ЄС, має як основну ціль збільшення рівня захисту прав акціонерів та забезпечення стійкості та ефективності фінансових ринків [171].

Згідно з ч. 2 та ч. 3 ст. 49 Закону України «Про акціонерні товариства», можливість відстоювати свої інтереси у межах загальних зборів акціонерного товариства зумовлюється в Україні правом вносити свої пропозиції. До Загальних зборів пропозиції подаються за певними термінами: у загальному порядку на це дається не більше 20 днів до дати проведення зборів. Щодо кандидатів до органів товариства, то на це відведено не більше 7 днів до їх проведення. Якщо ідеться про внесення нових питань до порядку денного, пропозиції мають містити проекти рішень, за винятком кумулятивного голосування. Стосовно кандидатів у наглядову раду, необхідно надавати інформацію, чи представляє кандидат акціонера або його групу, чи пропонується він як незалежний директор. Зокрема, для ради директорів слід вказувати, чи є

пропонований кандидат виконавчим, невиконавчим або незалежним директором [38].

Акціонери, які мають не менше ніж 5% голосуючих акцій, беруть активну участь у формуванні порядку денного та разом з органами управління можуть ініціювати додавання питань до порядку денного. При цьому, при відповідності пропозицій встановленим вимогам, вони включаються без затримок. Однак, інтерес акціонера в корпорації реалізується не тільки через здійснення його прямих прав, а й опосередковано через діяльність самої корпорації. Часто інтереси акціонера можуть бути у конфлікті з потребами інших акціонерів або самої корпорації. Тому ключовим є забезпечення балансу між волею більшості та інтересами меншості, а також захист меншості. Такий баланс та його захист визначаються як важливі завдання нормативного регулювання діяльності акціонерних товариств та реалізації прав їх акціонерами [155, с. 269].

Відповідно до ч. 1 ст. 6 Директиви 2007/36/ЄС, країни-члени ЄС зобов'язані забезпечити можливість для акціонерів, які діють як індивідуально, так і у групі, здійснювати наступне:

а) додавати пункти до порядку денного на загальних зборах, причому до кожного такого пункту повинно бути прикріплено належне обґрунтування або запропонований варіант рішення для обговорення на зборах;

б) започатковувати проектні пропозиції щодо питань, які вже є частиною або розглядаються для включення в порядок денний.

Зазначена Директива також допускає, що країни-члени можуть встановити вимогу до акціонерів здійснювати вищевказані можливості виключно у письмовій формі, будь то за допомогою традиційної пошти чи електронних комунікацій. Згідно з ч. 2 цієї ж статті, якщо реалізація вищезгаданих прав обмежується вимогою до акціонера чи групи акціонерів володіти певною мінімальною часткою в компанії, така мінімальна частка не має перевищувати 5% акціонерного капіталу [158]. Вивчаючи ці системи, існують спільні риси, такі як мінімальний поріг в 5% для ініціювання змін акціонерами, але європейським державам надається більше гнучкості в додаткових вимогах та процедурах.

Враховуючи вищезгадані відомості, дуже актуальним стає питання про додаткові інструменти, що спрямовані на захист прав акціонерів, особливо коли йдеться про менших учасників акціонерних відносин. О. Паплик, вказує на те, що одним із особливо цікавих заходів, який можна розглядати, як спосіб захисту прав міноритарних акціонерів, незгідних з управлінськими рішеннями більшості і які через обмеженість своїх голосів не можуть протистояти таким рішенням, є право акціонерів на обов'язковий викуп акцій товариством, що у вітчизняній науці отримало таку назву, як «право на незгоду». Разом з цим, слід враховувати, що такий захід, як право на обов'язковий викуп, має ширший контекст, оскільки право на обов'язковий викуп акцій товариством є важливим інструментом захисту інтересів акціонерів. Це право отримали як власники простих акцій, так і ті, хто володіє привілейованими акціями товариства [172, с. 31-32]. Очевидно, що власники простих і привілейованих акцій товариства мають різні права голосу на загальних зборах, але для обох груп акціонерів право на обов'язковий викуп акцій є важливим інструментом захисту їхніх інтересів, особливо коли їх позиція різниться від позиції керівництва або більшості акціонерів.

Так, відповідно до ч. 1 ст. 102 Закону України «Про акціонерні товариства», акціонер, який є власником простих акцій товариства, має право на вимогу до товариства про обов'язковий викуп його акцій у випадку, коли він брав участь у Загальних зборах та голосував проти найголовніших рішень зборів щодо:

1) перебудова в товаристві – фундаментально змінить структуру та діяльність товариства, тому цей пункт може бути особливо важливим для акціонерів;

2) здійснення товариством великомасштабних операцій – значно вплине на фінансове становище та стратегію компанії;

3) укладення договору, в якому товариство переслідує особисту зацікавленість – може порушувати інтереси акціонерів та вести до конфліктів інтересів;

В свою чергу ч. 2 цієї ж статті передбачає, що акціонер – власник привілейованих акцій, має право на викуп своїх акцій товариством у випадках, коли він голосував проти рішень зборів про:

1) коригування положень статуту товариства з питань випуску нових привілейованих акцій – власники привілейованих акцій можуть вимагати викупу своїх акцій при зміні умов випуску, які впливають на їх права або вартість акцій;

2) посилення прерогатив акціонерів з привілейованими акціями в частині одержання дивідендів або виплат під час ліквідації товариства – власники можуть вимагати викупу акцій, якщо нові рішення зборів несприятливо змінюють їх фінансові права або статус порівняно з іншими привілейованими акціонерами;

3) відмова від пріоритетного права на придбання акцій із додаткового випуску – власники привілейованих акцій можуть вимагати викупу своїх акцій, якщо вони втрачають можливість підтримувати свою частку в компанії через новий випуск акцій без пріоритетного права на їх купівлю [38].

Варто зазначити, що рішення, прийняті Загальними зборами, які викликали незгоду серед акціонерів, торкаються, зокрема, відмови від використання переважного права акціонера на придбання акцій додаткової емісії під час їх розміщення. Це рішення було уважно враховано і включено законодавцем до ст. 102 Закону України «Про акціонерні товариства», оскільки при його прийнятті акціонер може втратити гарантовану збереженість своєї відсоткової частки акцій. Така втрата може відчутно вплинути на його здатність ефективно управляти акціонерним товариством [172, с. 32].

Виходячи з цього, коли товариство не враховує бажання акціонерів використовувати свої законодавчі права та прагнення і не дотримується встановлених державою адміністративних і правових норм, які регулюють певні аспекти діяльності, це стає прямим порушенням законодавчо встановлених норм та правил. Акціонери, в свою чергу, мають повне право звертатися до товариства із вимогою викупити їхні акції. Така вимога стає не лише засобом реалізації їхніх прав, але й способом захисту інвестицій, здійснених у відповідне товариство. Це

допомагає акціонерам забезпечити свої інтереси, особливо в умовах, коли стратегічні рішення товариства можуть мати вплив на вартість їх інвестицій. Питання забезпечення реалізації права і закону завжди гострі, адже недостатній адміністративно-правовий захист прав та інтересів суб'єктів господарювання відчувається особливо важко. За найменшого прояву слабкості, значні фінансові ресурси залишають країну, а іноземні інвестиції йдуть в обхід неї, залишаючи тим самим її суб'єктів господарювання без інвестицій [173, с. 4].

Як зазначалось вище, українське законодавство не забороняє можливість переходу акціонерних товариств від дворівневої до однорівневої моделі без потреби створення наглядових рад. Проте, у контексті акціонерного товариства, яке підтримує дворівневу структуру управління, наглядова рада товариства залишається вирішальним елементом в системі захисту прав та інтересів акціонерів. Її роль у визначенні стратегічного напрямку та контролі за діяльністю виконавчих органів продовжує бути ключовою для забезпечення стабільності та прозорості роботи товариства [174, с. 269].

Так, О. П. Параксева вказує на те, що наглядова рада відповідає за організацію загальних зборів, формування стратегічних рішень, контроль фінансової діяльності, аудит, виплату дивідендів, оцінку акцій та визначення кадрової політики. В європейських країнах наглядові ради акціонерних товариств відіграють ключову роль у захисті інтересів не лише акціонерів, але й інших стейкхолдерів, таких як співробітники, клієнти та вкладники. Наприклад, у Німеччині, не менше однієї третини членів наглядової ради представляють інтереси найманих робітників. В Україні ситуація відрізняється. Законодавство дозволяє представникам трудового колективу брати участь у роботі наглядових рад, але лише із дорадчим голосом [175].

Отже, в країнах Європи наглядові ради відіграють ключову роль у захисті інтересів акціонерів, забезпечуючи стратегічне керівництво, контроль за виконавчими органами та відповідальність за такі аспекти, як скликання зборів, стратегічне планування, фінансовий контроль та кадрова політика. В Україні, зокрема в акціонерних товариствах з дворівневою моделлю управління,

наглядові ради є активними. Їхнє адміністративно-правове регулювання проводиться НЦКПФР, що має на меті забезпечення прозорого та ефективного управління. Регулювання охоплює вимоги до складу наглядової ради, її комітетів та виконавчої влади [65]. Проте, незважаючи на активність та регулювання, наглядові ради так і не мають такої ж глибокої ролі у захисті інтересів учасників ринку цінних паперів. Тому автором рекомендується перегляд законодавчих актів України з метою доповнення повноважень наглядової ради інструментами для ефективного захисту інтересів акціонерів та акціонерного товариства від потенційних зловживань. Контроль за визначенням об'єктивної оцінки діяльності [176, с. 6] наглядових рад у сфері формування стратегічних рішень, контролю фінансової діяльності та аудиту, щоб уникнути можливих зловживань, слід покласти на відповідні адміністративні органи, які встановлюватимуть норми та перевірки для забезпечення прозорості фінансової звітності і дотримання законодавчих вимог.

Іншим важливим інститутом, який належить до органів управління акціонерних товариств, який покликаний захищати права та інтереси акціонерів є інститут незалежних директорів [177, с. 133]. Так, відповідно до ч. 3 ст. 72 Закону України «Про акціонерні товариства», передбачено, що для складу наглядової ради обираються акціонери, а за відсутності останніх, особи, які представляють їхні інтереси, а також незалежні директори згідно з вимогами законодавства [38].

Міжнародна мережа з корпоративного управління, спираючись на принципи ОЕСР, наголошує на важливості наявності у спостережних радах значущої кількості незалежних невиконавчих членів. Незалежні члени спостережної ради мають бути компетентними, маючи глибокі знання та досвід у відповідній сфері. Їх ключова роль полягає не лише у контролі за діяльністю виконавчого правління, але й у внесенні конструктивних ідей до стратегії розвитку. Окрім цього, вони активно залучаються до формування основних комітетів ради, сприяючи забезпеченню ефективної та прозорої роботи ради в

цілому [178]. Такий підхід забезпечує більшу відкритість, відповідальність і довіру акціонерів до процесу прийняття рішень на найвищому рівні.

Як передбачає ст. 73 Закону України «Про акціонерні товариства», незалежний директор – це член наглядової ради, який при ухваленні рішень та виконанні своїх обов'язків не піддається впливу інших осіб. Проте особа не може бути класифікована як незалежний директор, якщо вона має наступний перелік ключових чинників:

1) протягом останніх 5 років брала участь у керівництві цього товариства або його асоційованих компаній, що вказує на тісні зв'язки та потенційний конфлікт інтересів;

2) володіє пакетом акцій, який становить 5% або більше в товаристві, де особа здійснює управління та має істотні ділові відносини з товариством, або його партнерами, що може свідчити про вплив та інтереси, які можуть перешкоджати незалежності;

3) більше ніж 12 років вона була частиною контролюючого органу цього товариства, що може призвести до занадто тісних зв'язків із компанією та її керівництвом;

4) пов'язана родинними зв'язками з ключовими особами товариства, які можуть вказувати на потенційний конфлікт інтересів або занадто тісні відносини з керівництвом [38].

У випадку сумнівів акціонера щодо відповідності незалежного директора статутним вимогам, цей акціонер має право вжити правових заходів, зокрема, подати позов до суду з метою визнання такої особи непридатною для обіймання посади незалежного директора. Важливо, щоб особа, стосовно якої подається позов, продовжувала виконувати обов'язки директора до того часу, поки судові рішення набере законної сили. Такий правовий механізм відображає важливість забезпечення контролю та збереження незалежності наглядових органів у системі корпоративного управління.

Законодавство не обов'язково визначає, що незалежні директори повинні складати більшість у наглядовій раді акціонерного товариства. Однак, згідно з

Підходом міжнародної мережі з корпоративного управління до принципів ОЕСР, незалежних невиконавчих членів має бути не менше трьох, і вони мають становити більшість в залежності від кількісного складу ради [178].

Розділ 3 рекомендацій Європейської комісії «Про роль невиконавчих директорів або наглядових директорів лістингових компаній і про комітети (наглядової) ради» від 15 лютого 2005 року № 2005/162/ЄС підкреслює, що національні стандарти та практика корпоративного управління підтримують позицію, за якою незалежні директори повинні бути обрані на тривалий термін, з можливістю повторного обрання [179]. Це важливо для кількох аспектів корпоративного управління:

1) довгий термін владного призначення дозволяє незалежним директорам набрати значного досвіду та глибокого розуміння функціонування компанії. Цей досвід стає безцінним для ефективного виконання їх ролі в наглядових органах;

2) довгий термін призначення надає незалежним директорам можливість укріпити свої позиції в товаристві та зберегти незалежність у відносинах з управлінням. Це сприяє більш об'єктивному та надійному нагляду за компанією, зменшуючи можливість конфлікту інтересів.

З цієї причини, ефективне управління вимагає гармонії між інтересами акціонерів та інших учасників процесу, для чого ключовим моментом є запровадження інституту незалежних директорів. Акціонерна модель управління відіграє вирішальну роль у виключенні конфліктів інтересів та забезпеченні прозорості та об'єктивності управління. Для ефективності, інститут незалежних директорів має бути належним чином закріплений у законодавстві та регулюватися адміністративними органами, що передбачало б встановлення вимог до звітності, конфлікту інтересів, критеріїв незалежності, обов'язків та відповідальності незалежних директорів, а також розкриття інформації про їхні зв'язки з компанією, взаємодію з акціонерами та участь у комітетах правління.

Отже, на основі вищевказаного, автор пропонує посилити імплементацію стандартів прозорості, які б охоплювали діяльність незалежних директорів через призму норм адміністративно-правового регулювання, що зможе значно

покращити якість корпоративного управління, підвищити довіру з боку акціонерів і партнерів, а також відкрити шляхи для нових інвестицій та зростання ринкової вартості акціонерного товариства. Окрім того, важливим є розвиток освітніх програм, включаючи тренінги з етики та стратегічного управління для незалежних директорів. Це допоможе їм адаптуватися до змінних умов ринку, ефективно реагувати на глобальні виклики та збільшити ефективність управління в майбутньому.

3.2 Захист акціонерів за допомогою колективного (непрямого) позову

Проблематика вивчення різноманітних аспектів правозастосування завжди стояла на передовій юридичних досліджень, особливо у контексті забезпечення надійного захисту прав і свобод громадян. Важливість цього питання не може бути переоцінена, оскільки воно прямо стосується здатності правової системи адаптуватися до сучасних викликів та забезпечувати ефективне вирішення конфліктів і непорозумінь між громадянами та інституціями. Це особливо актуально у контексті динамічно змінюваного суспільства, де нові форми взаємодії та комунікації породжують нові типи правових відносин.

Однією з ключових тем, що постійно знаходить своє відображення в юридичній літературі, як на міжнародному, так і на національному рівнях, є питання про концепцію «колективного позову». Цей термін об'єднує під собою ряд синонімічних понять, включно з «похідними», «представницькими», «непрямими», «масовими» та «груповими» позовами, які, попри нюанси в термінології, відображають єдину суть, а саме механізм, за допомогою якого група осіб об'єднує свої зусилля для колективного звернення до судової системи з метою захисту спільних прав та інтересів. Це дозволяє не тільки оптимізувати судовий процес, але й забезпечує можливість ефективного захисту прав більшої кількості людей, які можуть бути обмежені в своїх ресурсах чи можливостях самотійно вести судову боротьбу.

Переходячи до судового звернення, то тут варто вказати, що у адміністративному судочинстві, коли розглядаються справи, пов'язані з державними, місцевими рішеннями або діями, участь можуть брати не тільки громадяни, а й різноманітні організації: від державних органів до приватних підприємств та некомерційних закладів. Всі ці учасники називаються сторонами у справі. До них також можуть приєднатися інші особи, які мають правовий інтерес у результаті судового розгляду. Це можуть бути, наприклад, треті особи, чий права чи обов'язки можуть бути зачеплені рішенням суду [180, с. 15].

Переходячи до аспекту судового звернення в контексті адміністративного судочинства слід підкреслити його відкритість і доступність для широкого кола учасників. Всі вони набувають статусу сторін у справі що надає їм право на повноцінну участь у судовому процесі. Така широта учасників демонструє принципи відкритості та доступності судового захисту в адміністративному праві забезпечуючи кожній залученій особі можливість ефективно відстоювати свої права та інтереси будь то індивідуально або колективно в рамках судової системи.

Вчені Я. М. Романюк та Я. М. Майстренко звертають увагу на те, що в правовій сфері масові позови призначені для захисту прав великих груп громадян, особливо в сфері обігу, які опинилися в однаковій ситуації через порушення їхніх інтересів тією самою особою. У Європі ідея групових позовів була вперше впроваджена в середині 90-х років минулого століття. Наприклад, Нідерланди впровадили цей інститут у 1994 році, а Португалія – у 1995 році. Початок ХХІ століття призвів до розширення цієї практики на країни, такі як Іспанія, Швеція, Франція, Німеччина та ряд інших. Окрім того, необхідність впровадження такого інституту була визнана на рівні Європейського парламенту та Ради з прийняттям Директиви 98/27/ЄС від 19 травня 1998 року [181, с. 41].

У Німеччині, з точки зору адміністративного законодавства, не забороняється можливість в судовому порядку оскаржувати порушення своїх публічних інтересів. Це означає, що індивіди чи групи можуть ініціювати судові процедури, щоб захистити права або інтереси широкої групи громадян, а не лише

свої особисті інтереси. Законом Португалії №83/95, прийнятим 31 серпня 1995 року, було внесено істотні зміни до судової системи країни, зокрема, щодо представницьких позовів. Цей закон розширив можливості захисту суспільних інтересів, дозволяючи групам осіб пред'являти так звані «народні» або «публічні» адміністративні позови [182]. Такі позови призначені для захисту прав та інтересів широкого кола громадян, а не лише окремих осіб. Це стало важливим кроком у спрощенні доступу до судової системи та забезпеченні ефективного захисту публічних інтересів у Португалії.

Нідерланди практикують групові позови широкого використання, які застосовуються в різних сферах права, включаючи адміністративну, цивільну чи інші сфери. Це виявляється досить ефективним та робить досвід Нідерландів у цій галузі популярним серед низки інших країн [183, с. 226]. У Швеції Закон про груповий позов чітко регламентує інститут групового позову. За його положеннями, один позивач має право представляти в суді інтереси цілої пасивної групи. При цьому члени цієї групи, не будучи формально сторонами у судовому процесі, будуть зобов'язані дотримуватися прийнятого рішення [184]. Шведська модель групового позову подібна до нідерландської, оскільки закон про груповий позов не встановлює обмежень на застосування до конкретної галузі права і дозволяє подавати групові позови за будь-які вимоги, які можуть бути розглянуті судами загальної юрисдикції. Втім, він відрізняється наявністю різних специфічних предметів спору у шведському законодавстві [185].

Загалом, робиться акцент на тому, що термін «груповий позов» можна визначити як звернення до суду із позовом, в якому спільний предмет та об'єднані підстави значної кількості осіб [186]. Цей позов є особливою формою захисту прав та законних інтересів громадян, що має свої унікальні характеристики. Він не лише має на меті захистити групові інтереси групи осіб, але й враховує конкретні індивідуальні претензії кожного з її учасників. Однією з ключових особливостей групового позову є те, що він здатний об'єднувати в собі розгляд та вирішення комплексних елементів процесуальної співучасті, так і судове представництво в рамках одного судового процесу [187, с. 125].

Метою колективного (непрямого) позову є забезпечення захисту прав та інтересів, коли ці права були порушені або їм загрожує порушення. Він стає важливим інструментом правосуддя, коли необхідно виправити вже вчинене порушення колективних прав. Основна ідея такого позову полягає в тому, щоб зупинити подальші неправомірні дії (або бездіяльність) відповідача, які можуть призвести до подальших проблемних наслідків. З іншого боку, колективний (непрямий) позов не обмежується лише реагуванням на вже вчинені порушення. Його завданням також є попередження потенційних порушень та негативних наслідків, а також він спрямований на те, щоб не допустити виникнення або подальшого поширення шкоди, що може виникнути в результаті дій або бездіяльності відповідача [188, с. 232]. Таким чином, цей позов виконує як відновлювальну, так і профілактичну функції, забезпечуючи захист громадян на різних етапах конфлікту.

Слід акцентувати увагу на висновках науковців А. Г. Комзюка, В. М. Бевзенка та Р. С. Мельника, які визначають, що основою адміністративних процесуальних відносин є захист, відновлення та визнання прав та інтересів, що були порушені чи оспорені. Стверджується, що центральним елементом таких відносин є суперечка щодо права, яка розгалужується на різні підкатегорії. Важливим моментом є те, що об'єктом цих відносин, особливо в контексті ініціювання судового процесу, виступає не тільки початок судового розгляду, а й подальше вирішення публічно-правового конфлікту [189, с. 53]. У цьому контексті, колективний (непрямий) позов виступає як інструмент, що дозволяє захистити права та інтереси акціонера або групи акціонерів, що особливо актуально у випадках, коли керівництво юридичної особи у вигляді товариства чинить дії, що можуть завдати шкоди її акціонерам, надаючи змогу акціонерам виступати в суді для відновлення справедливості та компенсації збитків.

В даному випадку розглядатимуться колективні (непрямі) позови на користь невизначеного кола осіб. Це означає, що позов може бути ініційований однією або кількома особами в інтересах ширшої групи людей, чий права та законні інтереси порушені аналогічним чином. Такий підхід дозволяє

ефективніше захищати права групи осіб, особливо коли йдеться про випадки, де індивідуальний позов був би непрактичний або економічно неефективний. Важливо зазначити, що цей тип позовів відрізняється особливостями судової процедури, спеціально адаптованою для захисту інтересів широкого кола осіб, що потребують правового захисту на колективній основі.

Подібні процедурні аспекти знайшли своє застосування не тільки в рамках цивільного та господарського судочинства в Україні, де вони найбільш поширені, але й у сфері адміністративного права. Хоча адміністративне законодавство не завжди містить чітко визначені положення щодо колективних позовів, певні норми та практика судових рішень дозволяють зробити висновок про наявність механізмів для захисту прав та інтересів осіб на колективній основі і в цій галузі. Це підтверджується численними судовими рішеннями, які відображають тенденцію до розширення застосування колективних позовів для забезпечення належного захисту прав та інтересів осіб у судовому порядку, надаючи можливість ефективно вирішувати спори, що торкаються інтересів широкого кола осіб.

В контексті роботи, зосереджується увага на колективних (непрямих) позовах, що призначені для захисту інтересів акціонерів від недобросовісних або умисних дій керівництва юридичної особи у вигляді акціонерного товариства. Зокрема, важливо підкреслити, що це особливо актуально в ситуаціях, коли голова правління не діє для погашення заборгованості або укладає умисно не вигідні угоди. Оскільки саме дії керівництва призвели до порушення інтересів учасників, малоймовірно, що вони ініціюватимуть позови проти самих себе. У світовій практиці існують різні способи судового захисту прав акціонерів, і одним із них є використання непрямих позовів [190, с. 120]. Метод, зазначений у тексті, використовується протягом тривалого періоду в різних країнах світу. До числа країн, які застосовують цю практику, входять Сполучені Штати Америки, Велика Британія, Республіка Корея, Чилі, а також країни-члени, що входять до складу ЄС [191].

У той самий час, варто зазначити, що деякі країни, які є членами ЄС, виявили інтерес до такої моделі позовів, яка практикується в Сполучених Штатах Америки. Однак вони не просто копіюють цей підхід. Існують певні відмінності через їхню власну систему права та особливості культури судового процесу. Зокрема, Велика Британія є винятком із своєю власною історією та правовою системою, яка може відрізнитися від інших країн ЄС [192, с. 46]. У цих країнах використання даного методу стало звичайною практикою, і воно успішно зарекомендувало себе в різних аспектах.

Концепція непрямих позовів виникла в контексті практики англійського трасту і була обумовлена тим, що з поширенням акцій серед великої кількості акціонерів зникала традиційна фігура одного основного власника корпорації. У цьому новому контексті управління юридичною особою часто переходило до рук менеджерів, які інколи діяли в своїх власних інтересах, а не в інтересах акціонерів, які їх наймали. Ці конфлікти інтересів були головною причиною виникнення ідеї непрямих позовів як правового засобу, який дозволяє окремим групам акціонерів впливати на дії менеджерів товариств [193, с. 37].

Акціонер не отримує прямої вигоди від такого позову, оскільки він в даному випадку захищатиме не власні інтереси, а інтереси товариства. Про власні інтереси, акціонер піклуватиметься опосередковано, оскільки він в першу чергу зацікавлений у якісному веденні справ товариства, і як наслідок в збільшенні прибутку від акцій, які йому належать. У судовому порядку задоволення непрямого позову призведе до припинення протиправної діяльності керівництва компанії, що спричинить значне зростання курсу акцій, а відтак і вартості акцій, які належать акціонеру. Проте рішення за непрямым позовом захищає інтереси товариства, і власне збитки, що завдані акціонерному товариству підлягають відповідному відшкодуванню, а збитки, які завдані окремим учасникам протиправною поведінкою посадової особи товариства, не відшкодовуватимуться [194, с. 212].

Інститут похідного (непрямого) позову в Україні сприймається не зовсім традиційно, але вважається досить актуальним нововведенням. Свого часу,

українське законодавство та судова практика розглядали спеціальний вид позовів, відомих як непрямі або похідні, особливо у сфері захисту корпоративних прав меншості акціонерів або учасників. Ці позови стали предметом жвавих дискусій через їх потенціал у забезпеченні справедливості та захисту інтересів [195, с. 61]. Похідні позови дозволяють акціонерам корпорації подавати позови від імені всієї компанії [196, с. 4] проти тих, хто, на їх думку, завдав шкоди компанії [197], зазвичай це можуть бути директори або менеджери [198]. Таким чином, акціонер діє як представник інтересів всієї корпорації, прагнучи відновити справедливість та компенсувати збитки. Цей метод захисту інтересів визнаний у юридичних колах та широко використовується для зміцнення прозорості та відповідальності у корпоративному управлінні [199].

Історично українське законодавство не передбачало та не врегульовувало похідний позов, тому на практиці учасники з будь-яким розміром частки могли звертатися до суду в інтересах товариства. Більше того, похідні (непрямі) позови використовувалися всупереч інтересів самого товариства [200]. Обставини, коли акціонери звертаються до суду за захистом прав та інтересів акціонерних товариств, при цьому опосередковано захищаючи свої, без достатніх на те повноважень можуть спричинити відмову судів у задоволенні позову, оскільки акціонери цим безпідставно ототожнюють свої права виникаючі з акцій, та прав акціонерного товариства, що випливають з договорів, які останнє укладає [194, с. 213]. Проблематика колективного (непрямого) позову у сучасній Україні відкриває нові горизонти для правозахисної діяльності. Проте, з огляду на діючу практику, постає питання про ефективність його використання в широкому контексті.

Початок впровадження забезпечення системи захисту, яка передбачає можливість подання похідних позовів необмеженою кількістю позивачів, вимагає ґрунтовного аналізу різних аспектів. Серед них варто акцентувати увагу на забезпеченні судового захисту для групи осіб, впровадженні концепції захисту прав груп осіб в Україні та використанні міжнародного досвіду в цій сфері [201, с. 301].

Цей тип клопотань, може відігравати важливу роль у судовій системі, представляючи собою один зі способів формалізації претензій сторони до іншої сторони або до державного органу. Він допомагає структурувати основні аргументи та причини, що лягли в основу позову, та слугує основою для подальшого судового розгляду. Важливо відзначити, що рішення суду, прийняте у відповідь на таке клопотання, набуває обов'язкової юридичної сили. Цього рішення повинні дотримуватися усі сторони, які брали участь у судовому процесі, а також інші особи або органи, для яких воно має юридичний інтерес [202, с. 334].

Такий позов є особливим правовим інструментом, що дає змогу об'єднати численні претензії різних осіб у єдиний судовий процес. Ця форма подання позову є особливо ефективною у випадках, коли індивідуальні претензії мають схожу природу або коли особи постраждали від одного й того ж порушення чи дії. Головна перевага такого позову полягає у його ефективності та економії ресурсів, оскільки груповий позов дозволяє об'єднати сили і представляти інтереси всіх учасників одночасно в одному процесі, замість того, щоб кожна з постраждалих осіб окремо зверталася до суду з індивідуальним позовом до відповідача [203, с. 11]. Це не тільки спрощує судовий процес, але й підвищує шанси на успіх, оскільки судова система бачить ширший контекст проблеми. Додатково до питань подання позовів на колективній основі, існує і ряд інших аспектів, які можуть визначати способи захисту інтересів позивачів.

В контексті правової практики, колективні (непрямі) позови відіграють важливу роль, оскільки є одним із механізмів захисту прав багатьох осіб одночасно. Цей інструмент може бути застосований у різних галузях права, включаючи адміністративне право, що робить його універсальним засобом вирішення спорів. Незважаючи на те, що групові позови найчастіше асоціюються з корпоративними справами та судами, які спеціалізуються на вирішенні конфліктів між компаніями та їх акціонерами, важливо розуміти, що акціонерне товариство завжди є юридичною особою. Акціонерами можуть бути як фізичні особи, так і юридичні особи, що розширює коло потенційних суб'єктів

групових позовів. В цьому контексті, адміністративні суди часто стають ареною для вирішення складних спорів, де залучені юридичні особи, що вимагає глибокого розуміння юридичних нюансів.

Для наочності розгляду ефективності та специфіки колективних (непрямих) позовів у сфері адміністративного права, необхідно звернутися до конкретних прикладів судових справ. Аналіз таких справ дозволить краще зрозуміти, як саме цей механізм функціонує у практичній площині, і який вплив він може мати на захист прав та інтересів групи осіб. Дослідження конкретних випадків, де були застосовані колективні (непрямі) позови, виявляє різноманітність підходів до вирішення таких спорів і демонструє їхню ефективність у різних обставинах. Це допомагає не тільки глибше зрозуміти механізми захисту прав у адміністративному праві, але й визначити потенційні переваги та обмеження групових позовів як інструменту юридичної боротьби.

Так, підхід Верховного Суду до вирішення подібних питань викликає особливий інтерес, як це ілюструє постанова Великої Палати від 26 листопада 2019 року за номером 910/20261/16, що може вважатися ключовим позитивним рішенням з приводу похідного позову у відповідь на касаційної скарги. Ця справа була ініційована за позовом ТОВ «Компанія «Газ ресурс». У ній директор згаданої компанії був відповідальний за підробку спеціального дозволу на дослідження надр. Суть змін полягала у передачі дозволу компанії ТОВ «Надрагазресурс», в якій директор був керівником та кінцевим бенефіціаром. Ці дії були здійснені за відсутності рішення загальних зборів щодо надання відповідних повноважень [204].

У ході розгляду іншої судової справи, де Велика Палата Верховного Суду від 18 грудня 2018 року за номером 800/201/17, розглянула апеляційну скаргу подану групою осіб. Метою цієї скарги було притягнення до відповідальності Верховної Ради України за її бездіяльність, що, на думку скаржників, носила протиправний характер, залучивши до процесу і третіх осіб. В результаті, Велика Палата у цій справі частково задовольнила вимоги скаржників, тим самим скасувавши частину попереднього рішення Касаційного адміністративного суду.

Таким чином, було ухвалене нове рішення, що частково задовольнило позов та внесло зміни до мотивувальної частини [205], а також заклало певний прецедент для подібних майбутніх судових розглядів, підкресливши важливість активної ролі законодавчої влади та її відповідальності перед громадянами.

Ще однією судовою справою від 13 листопада 2017 року за номером К/800/37383/17, що розглядалась Вищим адміністративним судом України, де справа стосувалася позову до Головного управління Пенсійного фонду України у Вінницькій області та була пов'язана з визнанням протиправними дій. Особливістю цієї справи було те, що позивачами виступали понад 200 осіб. Однак, у касаційній скарзі не було належним чином вказано особисті дані цих людей, як-от прізвища, імена, по батькові, а також адреси чи інші засоби зв'язку. Через цю недостатність документації суд вирішив не розглядати скаргу далі, підкресливши важливість точного та повного надання інформації про всіх позивачів у подібних справах [206].

Вищезазначені випадки яскраво ілюструють практику застосування колективного підходу до вирішення юридичних спорів через звернення до судових інстанцій, що у правовій практиці отримало назву групового позову. Цей механізм є досить важливим інструментом у правовій системі, адже дозволяє групі осіб, які мають схожі вимоги або ж були постраждалими в одній ситуації, об'єднати свої зусилля для колективного захисту своїх прав. Така практика не тільки спрощує процес розгляду справ, але й робить правосуддя доступнішим, оскільки розподіляє витрати на юридичне представництво між всіма учасниками позову.

Значущість колективного (непрямого) позову полягає не лише в його груповому характері, але й в специфіці його подання та оформлення. Відмінною рисою такого типу позовів є їхній особливий формат, який включає в себе детально розроблені вимоги до представлення доказів, аргументації та юридичного обґрунтування. Основна особливість колективного (непрямого) позову полягає у великій кількості учасників, кожен з яких вносить вклад у спільну справу, прагнучи досягти справедливості та відновлення порушених

прав. Глибоке розуміння цих нюансів допомагає адвокатам ефективно формулювати і представляти інтереси всієї групи в суді, забезпечуючи таким чином належний захист прав і інтересів учасників позову.

Однак, не всі ситуації є ідентичними, оскільки груповий позов має бути поданий згідно з вимогами процесуального законодавства, то процес його подання включає наступні ключові кроки:

1. Ідентифікація групи позивачів, які бажають бути позивачами у груповому позові, де всі члени групи повинні мати схожі або однакові правові основи для позову;

2. Обрання представника або представників, які визначаються групою та будуть діяти від її імені з числа членів цієї групи;

3. Формулювання загальних позовних вимог, що представляють інтереси всієї групи, які повинні бути чіткими та юридично обґрунтованими;

4. Підготовка та подання позовної заяви, яка має включати всі необхідні документи та докази, а також повинна містити інформацію про кожного члена групи, обставини справи, обґрунтування вимог та юридичне обґрунтування;

5. Сплата судового збору, що сплачується кожним членом групи або групою в цілому, якщо інше не передбачено законодавством або не отримано пільги на сплату;

6. Судовий розгляд, де суд перевіряє позов на відповідність формальним вимогам і визначає, чи може справа бути допущена до розгляду;

7. Інформування членів групи, яке полягає у тому, що всі члени групи повинні бути проінформовані про перебіг справи та її результати.

Як приклад порушення вимог процесуального законодавства можна навести випадок, що стосується судової справи від 24 лютого 2020 року за номером 320/1384/20, де Київський окружний адміністративний суд, розглянувши позов групи осіб, залишив його без руху, оскільки позивачі не виконали процедурних вимог, зокрема щодо сплати судового збору та належного оформлення документів. Згідно з законодавством, кожен позивач у груповому позові має сплатити частину судового збору та надати відповідні документи.

Виявлено, що один із позивачів не надав доказів сплати судового збору, а також документи були неправильно оформлені. Окрім того, адміністративне право України не передбачає можливості подання групових позовів у такому форматі, як було зроблено, без чіткого визначення процесуальних норм для таких позовів. Тому, суд вирішив, що позовна заява не відповідає процедурним вимогам і не може бути розглянута без усунення недоліків [207].

Ще одним прикладом, може виступати судова справа від 14 травня 2008 року за номером К-2290/07, де Вищий адміністративний суд України розглядав касаційну скаргу на рішення Томашпільського районного суду Вінницької області та апеляційного суду Вінницької області. Справа стосувалася позову шести осіб та їх представника з вимогою перерахунку пенсії. Однак суд виявив, що скарга не відповідає встановленим вимогам, оскільки не було вказано повних даних усіх учасників справи та не надано доказів сплати судового збору чи документів, які б підтверджували право на пільги для його сплати. Через ці процесуальні недоліки касаційна скарга була залишена без руху, тому що без дотримання формальних вимог суд не може продовжувати розгляд справи [208].

В законодавстві України існують процесуальні вимоги та обмеження для подання колективних позовів, яких важливо дотримуватися. Зокрема, Кодекс адміністративного судочинства України у ч. 1 ст. 161 вимагає додавання копій позовної заяви та документів до неї відповідно до кількості учасників справи [117]. У свою чергу, ч. 2 ст. 94 цього Кодексу зазначає, що письмові докази подаються або в оригіналі, або у належним чином засвідченій копії [117]. Для кожного позову важливо дотримуватися вимог щодо вказівки сторін, обставин справи, предмета позову та доказів, які це підтверджують. Щоб уникнути відхилення позову, перед його поданням слід переконатися, що всі необхідні дії виконані належним чином.

Розглядаючи судову практику, особливо стосовно колективних (непрямих) позовів, насамперед важливо відзначити особливості, які виникають у контексті корпоративного управління. В цій сфері далеко не кожна ситуація є однозначною або призводить до аналогічних юридичних наслідків. Виникають випадки, коли

судові рішення можуть суттєво відрізнятися в залежності від конкретних обставин справи. Це підкреслює необхідність глибокого розуміння юридичної бази та практики застосування законів у кожному конкретному випадку. Особливу увагу варто приділити аналізу тих ситуацій, де проблема, яка спочатку здається очевидною, може мати зовсім інший характер при детальнішому її розгляді.

З іншого боку, в контексті захисту прав та інтересів акціонерів в судовому порядку, особливо коли йдеться про звернення акціонерів до акціонерного товариства без наявності відповідних повноважень, ситуація стає ще складнішою. Часто такі позови можуть бути відхилені судом, що, у свою чергу, призводить до недооцінки або ігнорування інтересів міноритарних акціонерів. Це створює суттєві перешкоди для ефективного захисту їхніх прав та інтересів. Отже, важливість розуміння меж правомочності акціонерів та необхідність знання процедурних нюансів у судовому процесі не може бути переоцінена. Все це підкреслює складність і водночас значимість правильного юридичного супроводу справ, пов'язаних із захистом акціонерних прав.

Довгий час Україна приділяла значну увагу модернізації свого законодавства для захисту прав акціонерів, зосереджуючись на забезпеченні прозорості, стабільності та захисту інтересів учасників ринку. Починаючи з 2015 року, ситуація щодо інституту колективних (непрямих) позовів почала покращуватись, що відгукнулося на зростаючих потребах ринку капіталу і вимог до міжнародних інвестицій [209, с. 270]. Основний імпульс до таких змін, безумовно, було отримано завдяки глобалізації та інтенсивному обміну досвідом між країнами. Працюючи над адаптацією та модернізацією законодавства, Україна дивилася на практики інших країн, особливо тих, що мають континентальну традицію права. Це допомагало зрозуміти необхідність встановлення механізмів, які б дозволяли акціонерам ефективно захищати свої інтереси.

Як стверджує Л. А. Островська, у країнах з континентальною традицією права часто встановлюють мінімальний поріг акцій або частки у капіталі, що

дозволяє учаснику компанії застосовувати похідний позов для захисту її інтересів. Основною метою таких обмежень є попередження незначних позовів від міноритарних акціонерів, і одночасно з цим захист акціонерів, які складають суттєву більшість. У Франції таких обмежень немає, але в Німеччині заявники похідного позову повинні мати принаймні 1% акцій. Цікаво відзначити, що деякі країни, які раніше мали суворі обмеження стосовно подання похідних позовів, останнім часом послабили своє законодавство, спонукаючи акціонерів бути більш активними. Зокрема, у Німеччині поріг для подання таких позовів було знижено з 10% до 1% [210, с. 12].

Поглиблене дослідження адміністративно-правових рамок, які регулюють процес групових позовів у Франції та Німеччині, відкриває нові горизонти для розуміння того, як юридичні традиції впливають на формування і розвиток механізмів колективного захисту прав громадян. Цей вид аналізу дозволяє не лише виявити унікальні особливості кожної з правових систем, але й зрозуміти, як відмінності у законодавчих підходах формують загальну картину доступності судового захисту для груп громадян. Зокрема, детальний розгляд практики колективних (непрямих) позовів може висвітлити, наскільки ефективними є існуючі правові інструменти у захисті колективних інтересів, та які можливості вони відкривають для громадянського суспільства.

Наприклад, в контексті французької правової системи спостерігається відсутність строгих порогових обмежень для ініціації колективного (непрямого) позову, що сприяє зростанню активності громадян у сфері захисту своїх прав та інтересів. Ця особливість є важливим фактором, який забезпечує більш відкритий та доступний механізм судового захисту. З іншого боку, німецька система, встановлюючи 1% порогове обмеження для акціонерів, що бажають подати груповий позов, прагне досягнути балансу між захистом інтересів юридичних осіб та забезпеченням можливості для акціонерів ефективно захищати свої права. Такий підхід відображає зусилля зі знаходження оптимального рішення, яке дозволило б зберегти інтереси обох сторін у правовій

площині, з одночасним забезпеченням справедливого та ефективного доступу до правосуддя.

В контексті таких міжнародних практик, стратегією більшої частини реформування стало набрання чинності з 1 травня 2016 року Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України з метою захисту прав інвесторів» [211]. Основна мета цього закону полягала у створенні сприятливого інвестиційного клімату, зменшенні адміністративних та правових перешкод для інвесторів та наданні їм більших гарантій щодо захисту їхніх інвестицій, для досягнення якої законодавець передбачив введення ряду інструментів захисту прав міноритарних акціонерів. Ключовим інструментом серед них стало запровадження колективного (непрямого) позову, під яким, в контексті даного дослідження, ми маємо на увазі право акціонера, що володіє понад 5% статутного капіталу, ініціювати позики на користь товариства з метою відшкодування збитків. Специфіка даного інституту дозволила акціонерам ефективно захищати свої інтереси, підвищуючи довіру інвесторів до українського ринку завдяки новим юридичним механізмам. Ця ініціатива вписується в контекст ширшої співпраці України з міжнародними партнерами, такими як Міжнародний валютний фонд та Світовий банк, з метою покращення інвестиційного середовища в країні.

Незважаючи на очевидні позитивні кроки, які вживаються в Україні з метою забезпечення захисту інтересів акціонерів, не можна ігнорувати існуючі проблеми, пов'язані з недосконалістю законодавчої бази країни у цій сфері. Дійсно, уряд та законодавчі органи прагнуть адаптувати українське законодавство до сучасних вимог та стандартів, однак, попри всі зусилля, досі залишаються серйозні недоліки в законах, які регулюють діяльність акціонерних товариств та захист прав їх учасників. Ці недоліки можуть створити ґрунт для юридичної невизначеності та конфліктів, що негативно позначиться на інвестиційному кліматі країни.

Особливо ця проблема стає актуальною, коли мова йде про відокремлення індивідуальних інтересів акціонерів від загальних інтересів акціонерного

товариства. Часто акціонери, маючи прямі права, не здатні чітко розмежувати свої особисті вигоди від вигод корпорації, що призводить до правових колізій та непорозумінь. Це, у свою чергу, може спричинити конфлікти внутрішнього характеру, що впливають не тільки на ефективність роботи акціонерного товариства, але й на його репутацію серед потенційних інвесторів та партнерів. Така юридична невизначеність вимагає додаткових зусиль з боку законодавців для уточнення та вдосконалення існуючих нормативних актів, з метою забезпечення чіткого розмежування прав та обов'язків усіх учасників акціонерних товариств.

Що стосується колективних (непрямих) позовів, можливість їх подання існує, однак фактичні обмеження виникають через відсутність чітких законодавчих підстав. Негативна судова практика в цьому сегменті може засмутити учасників ринку цінних паперів, але перегляд підходів судів може сприяти ефективному захисту їхніх інтересів. Тим не менше, це також створює ризик появи недобросовісних позовів, поданих без реальних підстав. Далі, розглядаючи ці виклики та ризики, можна зрозуміти значущість адаптації законодавчої системи для ефективного реагування на такі питання.

На основі глибокого аналізу цих аспектів, автор пропонує введення спеціалізованих механізмів для перевірки колективних (непрямих) позовів саме на предмет їх обґрунтованості у сфері адміністративного права України. Така система повинна передбачати створення передсудового етапу аналізу обґрунтованості позову, за допомогою якого буде відсіюватися більшість спроб використання юридичної системи для нечесних цілей. Цей підхід надасть можливість збереження інтересів добросовісних акціонерів, зменшуючи одночасно ризики зловживань у сфері корпоративних відносин. Таким чином, ефективний захист прав та інтересів акціонерів є ключовим завданням корпоративного управління. Для забезпечення цього захисту акціонер повинен виявляти активність, оперативно реагувати на потенційні порушення та своєчасно діяти. Висока правова освіченість та знання законодавства є основною умовою ефективної боротьби проти порушень.

Також одним із ключових завдань для підвищення ефективності колективних (непрямих) позовів є впровадження спеціалізованих навчальних програм, спрямованих на суддів та юристів. Дані програми мають значно підвищити обізнаність та професійну компетентність у цій сфері, включаючи детальне вивчення вітчизняного та зарубіжного досвіду, а також аналіз найкращих міжнародних практик. Вони повинні охоплювати систематичний аналіз типових помилок та проблем, що виникають під час розгляду групових позовів, та розробляти ефективні методики та стратегії для їх вирішення. Це допоможе забезпечити краще розуміння та якість розгляду справ, пов'язаних з колективними (непрямими) позовами, зміцнюючи захист прав та інтересів учасників правовідносин.

Підсумовуючи, можна сказати, що в Україні колективний (непрямий) позов акціонерів є потенційним, але ще не використаним на повну потужність у контексті права, інструментом захисту. Його потенційні можливості ще не реалізовані повністю через ряд невирішених питань щодо його практичного застосування. Тому акцент у захисті інтересів акціонерів має бути зміщений у напрямку підвищення їх правової обізнаності, а також доопрацювання та удосконалення національного законодавства з метою забезпечення ефективної захисту інтересів акціонерів у реальному житті.

Висновки до 3 розділу:

Підсумовуючи результати даного розділу дослідження та аналіз правового статусу акціонерів в рамках акціонерного товариства, а також розглядаючи комплексні механізми захисту прав акціонерів, які реалізуються через органи управління цього товариства та зокрема за допомогою використання колективного (непрямого) позову, виявлено ряд ключових аспектів і пропозицій. Тому на основі отриманих даних та проведеного аналізу, пропонується ряд наступних висновків, які відображають основні результати дослідження та вклад до теоретичного і практичного розуміння даної проблематики.

1. На сьогодні в Україні акціонерні товариства можуть обирати між однорівневою та дворівневою моделями управління і враховуючи обмежену ефективність однорівневої системи в контролі та управлінні, вважаємо за доцільне впровадити трьохрівневу модель управління для кращого процесу адміністративно-правового регулювання, розподілу обов'язків, мінімізації конфліктів інтересів, об'єктивного прийняття рішень і загалом для поліпшення управлінської системи з меншою залежністю від особистих інтересів.

2. Здійснено порівняльний аналіз функціонування наглядових рад в Європі та Україні, в результаті чого, для уникнення потенційних зловживань, рекомендовано доповнити вітчизняні законодавчі акти новими повноваженнями наглядової ради, які забезпечуватимуть ефективний захист інтересів акціонерів та акціонерного товариства від можливих зловживань.

3. На основі дослідження вважається за необхідне посилити імплементацію стандартів прозорості, які б охоплювали діяльність незалежних директорів через призму норм адміністративно-правового регулювання в комбінації з розвитком освітніх програм, що сприятиме покращенню репутації і зміцненню довіри акціонерів та інших учасників ринку цінних паперів, а також відкриє шляхи для нових інвестицій і зростання ринкової вартості акціонерного товариства.

4. Враховуючи виклики, що виникають через нечіткі законодавчі підстави та негативну судову практику у сфері адміністративного права при поданні колективних (непрямих) позовів, вважається необхідність введення спеціалізованих механізмів перевірки таких позовів на обґрунтованість із створенням передсудового етапу дослідження для зниження ризику зловживань і гарантування захисту інтересів добросовісних акціонерів.

ВИСНОВКИ

У результаті проведеного дослідження, що було присвячене всебічному аналізу адміністративно-правового забезпечення захисту прав емітентів та акціонерів через призму їх порівняльно-правового вивчення як в Україні, так і в окремих іноземних країнах, було сформульовано наступні ключові висновки:

1. Аргументується позиція про необхідність застосування досвіду Європейського Союзу та Директиви 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів II для покращення впровадження політик, особливо у контексті збільшення контролю прозорості на фондовому ринку, захисту ринку цінних паперів від шахрайства та інших неправомірних дій, адміністративно-правового регулювання в контексті використання внутрішньої інформації та управління конфліктом інтересів, а також сприяння гармонізації українського ринку цінних паперів з міжнародними практиками.

2. Одним із ключових факторів успіху в удосконаленні середовища адміністративно-правового регулювання і залученні інвестицій повинен стати процес зміцнення довіри до емітентів та інтеграції в міжнародні ринки цінних паперів, який передбачає запозичення і адаптацію словацьких механізмів, з включенням юридичних та фізичних осіб у ролі емітентів, одночасно забезпечуючи їм відповідний рівень інформаційної відкритості та прозорості.

3. Для створення більш стабільного і прозорого інвестиційного середовища в Україні слід розглянути можливості для збільшення гнучкості в питанні класифікації акціонерів, дозволяючи ставати акціонерами організаційним одиницям без юридичного статусу та впроваджувати привілейовані акції більш широкого вибору для залучення інвестицій на прикладі Польщі, а також, використовуючи практику міжнародного досвіду, розширити повноваження Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку у питанні її регуляторних норм адміністративно-правового забезпечення фондового ринку, що посприяє створенню більш стабільного і прозорого інвестиційного середовища в Україні.

4. Пропонується взяти на озброєння деякі аспекти литовського досвіду, зокрема централізоване адміністративно-правове регулювання та ефективний нагляд за ринком цінних паперів, що включатиме зміцнення ролі центрального регулятора, забезпечення кращої координації між різними органами, задіяними в регулюванні ринку, а також впровадити більш прозорі процедури для акціонерів, де особлива увага повинна бути приділена забезпеченню прозорості, захисту прав акціонерів та ефективності регуляторних механізмів, що сприятиме стабільності та залученню інвестицій.

5. Для підсилення регулятивної структури та стабільності на фондовому ринку Україні корисним є вивчення досвіду Німецької Федеральної служби фінансового нагляду як ефективного регулятора, який забезпечує адміністративно-правове регулювання, зокрема в сфері єдиного національного нагляду, маючи свободу та незалежність у здійсненні своєї діяльності.

6. Визначається, що посилення ролі Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку у контексті адміністративно-правового регулювання на фондовому ринку, акцентуючи увагу на важливості дотримання законодавства і захисті інтересів емітентів, включаючи боротьбу з недобросовісними практиками та інсайдерською торгівлею, забезпечить емітентам ефективніший захист, оскільки підсилиться надання додаткових ресурсів і повноважень для контролю й виявлення порушень.

7. Обґрунтовується необхідність строгого дотримання принципів корпоративної прозорості та ефективного управління, зокрема в умовах України, де процес оскарження дій органів державної влади є досить складним, що підкреслюється важливістю наявності компетентних юридичних радників як захисників прав та інтересів емітентів для забезпечення ефективного захисту від загроз, ризиків та зміцнення довіри на ринку.

8. Проводиться аналіз можливості розвитку інтерактивної платформи з формами для подання адміністративних скарг, системою трекінгу та аналітичними інструментами, разом з підвищенням юридичної обізнаності учасників ринку і адаптацією до змін у міжнародному правовому середовищі, що

стане ключовим для підтримки динамічного розвитку фондового ринку та ефективного використання прав в Україні.

9. З метою превентивного впливу на андеррайтерів в Україні для забезпечення високого рівня професіоналізму та зниження ризику зловживань, пропонується створити окремий незалежний регулятивний орган, який контролюватиме адміністративно-правове забезпечення якості роботи андеррайтерів, включно з аналізом їх діяльності, розробкою рекомендацій для покращення професійних стандартів та опублікуванням звітів про зловживання чи можливі зловживання та відповідальністю за них.

10. Пропонується в Україні ввести систему «андеррайтерського рейтингу», яка вже успішно працює у Великій Британії, країнах Європейського Союзу, Сполучених Штатах Америки, та деяких країнах Азії, з метою відображення якості роботи андеррайтерів, їх досвіду, та рівня відповідальності, що може стати додатковим механізмом довіри та стимулом до більш прозорої та відповідальної роботи.

11. На сьогодні в Україні акціонерні товариства можуть обирати між однорівневою та дворівневою моделями управління і враховуючи обмежену ефективність однорівневої системи в контролі та управлінні, вважаємо за доцільне впровадити трьохрівневу модель управління для кращого процесу адміністративно-правового регулювання, розподілу обов'язків, мінімізації конфліктів інтересів, об'єктивного прийняття рішень і загалом для поліпшення управлінської системи з меншою залежністю від особистих інтересів.

12. Здійснено порівняльний аналіз функціонування наглядових рад в Європі та Україні, в результаті чого, для уникнення потенційних зловживань, рекомендовано доповнити вітчизняні законодавчі акти новими повноваженнями наглядової ради, які забезпечуватимуть ефективний захист інтересів акціонерів та акціонерного товариства від можливих зловживань.

13. На основі дослідження вважається за необхідне посилити імплементацію стандартів прозорості, які б охоплювали діяльність незалежних директорів через призму норм адміністративно-правового регулювання в

комбінації з розвитком освітніх програм, що сприятиме покращенню репутації і зміцненню довіри акціонерів та інших учасників ринку цінних паперів, а також відкриє шляхи для нових інвестицій і зростання ринкової вартості акціонерного товариства.

14. Враховуючи виклики, що виникають через нечіткі законодавчі підстави та негативну судову практику у сфері адміністративного права при поданні колективних (непрямих) позовів, вбачається необхідність введення спеціалізованих механізмів перевірки таких позовів на обґрунтованість із створенням досудового етапу дослідження для зниження ризику зловживань і гарантування захисту інтересів добросовісних акціонерів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Міщук М. С., Бутко Р. С. Деякі питання правового регулювання обігу цінних паперів. *Legal Bulletin*. 2022. С. 48–53. URL: <https://doi.org/10.31732/2708-339X-2022-06-48-53>
2. Савченко М., Луштей К., Пльонсак А. Інтеграція України до ринку цінних паперів Європейського Союзу. Тернопіль : ТНТУ ім. І. Пулюя, 2021. С. 168–178.
3. Claessens S., Djankov S., Klingebiel D. Stock Markets in Transition Economies. Financial Sector Discussion Paper No. 5. 2000. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.240703>
4. Система державного регулювання ринку цінних паперів. Державні органи регулювання і контролю, функції їх. Державні нормативні акти з регулювання фондового ринку і процесу портфельного інвестування в Україні. URL: <https://library.if.ua/book/75/5387.html>
5. Щока С. В. Дослідження органів державного регулювання на ринку цінних паперів. *Фундаментальні та прикладні дослідження: сучасні науково-практичні рішення і підходи. Міждисциплінарні перспективи*: статті учасників IV-ї Міжнар. наук-практ. конф. (м. Банська Бистриця, м. Баку, м. Ужгород, м. Херсон, м. Кривий Ріг, 27 червня 2019 р.). Кривий Ріг: Посвіт, 2019. С. 317-319.
6. Вихристюк А. М. Адміністративно-правовий статус Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку як суб'єкта регулювання фондових бірж. *ЮРИДИЧНА НАУКА* № 4 (106) / 2020. Том 1. С. 72-78. URL: <https://journal-nam.com.ua/index.php/journal/article/view/203/196>
7. Щока С. В. Державне регулювання ринку цінних паперів (порівняльний аналіз з країнами Європи). *Порівняльно-аналітичне право*. 2018. №1. С. 123-125. URL: <https://pap-journal.in.ua/wp-content/uploads/2020/08/Porivnyalno-analitichne-pravo-1-2018-1.pdf#page=123>

8. Про затвердження Положення про Міністерство фінансів України постановою Кабінету Міністрів України від 20 серпня 2014 р. № 375. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/375-2014-%D0%BF#Text>
9. Авер'янов В. Б. Адміністративне право України. Академічний курс: підручник: у 2 т.: Т. 2. Особлива частина. Київ: ТОВ «Видавництво «Юридична думка», 2009. 600 с.
10. Про антимонопольний комітет України : Закон України від 26 листопада 1993 р. № 3659-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3659-12#Text>
11. Про затвердження положень про Державну податкову службу України та Державну митну службу України: постановою Кабінету Міністрів України від 6 березня 2019 р. № 227. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/227-2019-%D0%BF#Text>
12. Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text>
13. Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України. Постанова Верховної Ради України від 22.09.1995 № 342/95-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/342/95-%D0%B2%D1%80>
14. Калюга О. О. Державне регулювання фондового ринку в Україні: проблеми і шляхи вирішення. *Теорія та практика державного управління*. 2012. Випуск 2 (37). С. 270-276.
15. Максименко Н. Т. Посилення державного регулювання ринку цінних паперів. *Харківський національний університет внутрішніх справ: 25 років досвіду та погляд у майбутнє (1994–2019 рр.)*: зб. тез доп. на міжнар. наук.-практ. конф. до 25-річчя створення ун-ту (Харків, 22 листопада 2019 р.). Харків, 2019. 544 с.
16. Рикова Н. В. Держава в системі корпоративних інтересів і відносин: особливості правових обмежень. *Право та державне управління*. № 2. 2020. С. 34-41. URL: http://pdu-journal.kpu.zp.ua/archive/2_2020/7.pdf

17. Близнюк О. П. Шевчук І. Л. Роль державного регулювання в механізмі розвитку фондового ринку України. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг*. 2012. Вип. 1 (2). С. 107-114.

18. Poyda-Nosyk N. The system of state control and regulation of corporate relations in Ukraine and its influence on financial security of joint stock companies. *Social Innovations: Theoretical and Practical Insights (SOCIN 2015)*: International Interdisciplinary Conference on Social Innovations (Vilnius (Lithuania), 24-25 September 2015): Abstract book. Vilnius : Mykolas Romeris University, 2015. P. 3–4.

19. Раделицький Ю. В. Державне регулювання ринку фінансових інвестицій: зарубіжний досвід і національні реалії. *Науковий Вісник НЛТУ України*: Збірник науково-технічних праць. 2009. Вип. 19.13. С. 242-248.

20. Кіреєва О. І., Шаповалова М. М., Гребеник Н. І. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали. Київ: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. 132 с.

21. Шульга І. П. Механізм впливу державного регулювання емісійної діяльності акціонерних товариств та його вплив на економічну безпеку емітента. *Вісник НТУ «ХПІ» «Технічний прогрес та ефективність виробництва»*. 2010. С. 194–204.

22. Dittrichová J. Efektivní integrace finančních a bankovních služeb do evropských struktur. Disertační práce. Provozně ekonomická fakulta, Česká zemědělská univerzita v Praze. Praha. 2006. URL: <file:///C:/Users/admin/Downloads/dittrichova-jaroslava-2006.pdf>

23. Zákon o České národní bance | Zákon č. č. 6/1993 Sb. Znění od 1. 7. 2022. URL: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1993-6>

24. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Opracowano na podstawie: t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 646, 825, 1723, 1941. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20051831538/U/D20051538Lj.pdf>

25. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych. Opracowano na podstawie: t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 2554, z 2023 r. poz. 825, 1723. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20051841539/U/D20051539Lj.pdf>
26. Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Opracowano na podstawie: t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 188, 1723 URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20051831537/U/D20051537Lj.pdf>
27. Komisja Nadzoru Finansowego. Encyklopedia zarządzania. URL: https://mfiles.pl/pl/index.php/Komisja_Nadzoru_Finansowego
28. Калинець К. С. Аналіз світового досвіду організації фондової біржі в контексті можливостей його використання в Україні. *Регіональна економіка*. 2009. №3. С. 182-191.
29. Бянов О. О. Правове регулювання фондового ринку в умовах фінансової кризи в Україні. *Часопис Київського університету права*, вип. 1, 2023. С. 79-82. URL: <https://chasprava.com.ua/index.php/journal/article/view/814/757>
30. Щока С. В. Емітент як учасник ринку цінних паперів: порівняльно-правовий аналіз із країнами Європи. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2018. Випуск 50. С.111-115.
31. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 28.04.2023 № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
32. Щока С. В. Сутність емітента з позиції вітчизняного законодавства та законодавств окремих країн Європи. *Соціально-гуманітарний вісник: зб. наук. пр.* (м. Харків, 27 травня 2019 р.): Випуск 26-27. 2019. С. 140-141.
33. Про санкції: Закон України від 22.09.2023 № 1644-VII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1644-18#Text>
34. Онуфрієнко О. І. Правове регулювання випуску та обігу емісійних цінних паперів в Україні: автореф. дис... канд. юрид. наук. Київ, 2000. 18 с.

35. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities. Official Journal of the European Union. L 184. 06/07/2001. P. 0001-0066. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32001L0034>

36. Пальчевич Г. Т., Подплетній В. В. Ринок цінних паперів: Навч. посібник. Кіровоград: ТОВ ПБЦ “Мавік”. 2002. 238 с.

37. Положення про функціонування фондових бірж: затверджене рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №1688 від 22 листопада 2012 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12#Text>

38. Про акціонерні товариства: Закон України від 27.07.2022 № 2465-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2465-20#Text>

39. Полюхович В. І. Окремі питання правового статусу емітентів на фондовому ринку України. *Приватне право і підприємництво*. 2014. Вип. 13. С. 167-170.

40. Вишняков О. К. Яновська І. П. Особливості правового статусу емітентів цінних паперів на внутрішньому ринку ЄС. *Наукові праці НЮ ОЮА*. 2010. С. 232-240. URL: file:///C:/Users/admin/Downloads/Nponyua_2010_9_25.pdf

41. Treaty on Functioning of the European Union. Official Journal of the European Union. 2008. P. 47-199.

42. Аракелян М. Р., Вишняков О. К. Право Європейського Союзу. Особлива частина: навч. посіб. Київ: Істина, 2010. 528 с.

43. Полюхович В. І. Питання удосконалення правового регулювання діяльності емітентів на фондовому ринку України. *Правовий вісник Академії банківської справи*. 2011. № 2 (5). С. 88-92.

44. LEGE nr. 297 din 28 iunie 2004 privind piața de capital. URL: <https://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocumentAfis/53193>

45. Directive 2014/65/EU - Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II). URL: <https://service.betterregulation.com/document/158612>

46. Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách (zákon o cenných papieroch). URL: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2001-566>

47. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC. URL: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/2021-01-01>

48. Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council. URL: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/59/oj>

49. Kim jest emitent i jakie ma obowiązki? Business Insider Polska. 18.02.2021. URL: <https://businessinsider.com.pl/gospodarka/makroekonomia/emitent-kim-jest-i-jakie-ma-obowiazki/f9v91yn>

50. Was ist ein Emittent? PostFinance. Erstellt am 05.07.2022. URL: <https://www.postfinance.ch/de/privat/beduerfnisse/anlagewissen/was-ist-ein-emittent.html>

51. 1996. évi CXI. törvény az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír-tőzsdéről. URL: <https://mkogy.jogtar.hu/jogszabaly?docid=99600111.TV>

52. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC. URL: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/109/2023-01-05>

53. Петруня Ю. Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України. Київ: Т-во "Знання", КОО, 1999. 262 с.
54. Про затвердження Указу Президента України «Про введення воєнного стану в Україні»: Закон України від 24 лютого 2022 року № 2102-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2102-20#Text>
55. Про встановлення порядку розкриття емітентами цінних паперів інформації щодо наявності зв'язків з іноземними державами зони ризику під час дії воєнного стану: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 21.02.2023 № 181. URL: https://zakononline.com.ua/documents/show/516163___754291
56. Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC. URL: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>
57. Глібко С. В., Шовкопляс Г. М., Ониськів І. О. Актуальні питання правового регулювання ринків фінансових послуг в Україні : монографія. Харків : Право, 2016. 186 с.
58. Харченко Н. В. Організаційно-економічні заходи розвитку дивідендної політики акціонерних товариств. *Ефективна економіка*. № 5. 2014. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2991>
59. Рикова Н. В. Інституціональні механізми державного регулювання корпоративних відносин: Україна та європейський досвід: дис. докт. філос. 3 28 «Публічне управління та адміністрування»; 281 «Публічне управління та адміністрування». Київ, 2021. 247 с.
60. Осадчук С. Міноритарний акціонер: міф чи реальність. Зб. наукових праць «Актуальні проблеми правознавства». Тернопіль. Видавничий центр «Вектор». 2011. №1. С.377-387. URL: <http://dspace.wunu.edu.ua/bitstream/316497/8907/1/11.pdf>
61. Балабаниць А. В., Горбашевська М. О., Кислова Л. А., Мацука В. М. Корпоративне управління: навчальний посібник. Маріуполь: МДУ, 2019. 234 с.

62. Хто такий акціонер і що є доходом акціонера права і їх захист. URL: <https://jak.koshachek.com/articles/hto-takij-akcioner-i-shho-e-dohodom-akcionera.html>
63. Порядок формування та використання спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями: затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №1376 від 29 вересня 2011 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1205-11#Text>
64. Сьомченков О. А. Проблеми функціонування привілейованих акцій в Україні. *Фінанси України*. 2014. №6. С. 63-79.
65. Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: затверджено Указом Президента України від 23 листопада 2011 року №1063/2011. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011#Text>
66. Алфьоров С. М., Ващенко С. В., Долгополова М. М., Купін А. П. Адміністративне право. Загальна частина. Навч. посіб. Київ: Центр учбової літератури, 2011. 216 с.
67. Гвоздецький В. Д., Заросило В. О. Адміністративно-правові засади запобігання корупції: курс лекцій. Київ, УДУФМТ, 2012. 120 с.
68. Пальчук П. М. Корпоративне право: навч. посіб. Київ: нац. торг.-екон. ун-т, 2015. 315 с.
69. Про управління об'єктами державної власності: Закон України від 21.09.2006 № 185-V. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/185-16#Text>
70. Про місцеве самоврядування в Україні: Закон України від 21.05.1997 № 280/97-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/280/97-%D0%B2%D1%80#Text>
71. Про місцеві державні адміністрації: Закон України від 09.04.1999 № 586-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/586-14#Text>
72. Вінник О. М., Щербина В. С. Акціонерне право: навчальний посібник. Київ: Атіка, 2000. 544 с.

73. Долинська М. С., Смолин Г. В., Туркот О. А., Хомко Л. В., Гамалюк Б. М. Господарське право. Особлива частина: підручник. Львів: ЛьВДУВС, 2019. 536 с.
74. Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r. Opracowano na podstawie: t.j. Dz. U. z 2022 r. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20000941037/U/D20001037Lj.pdf>
75. Akcjonariusz – definicja, prawa i obowiązki. Mega-Tech. URL: <https://www.mega-tech.com.pl/akcjonariusz/>
76. Kudlak, I. (2019). Nadzór nad rynkiem finansowym w Polsce a ochrona konsumenta. *Finanse I Prawo Finansowe*, 2 (22), 45–53. <https://doi.org/10.18778/2391-6478.2.22.05>
77. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20061571119/U/D20061119Lj.pdf>
78. Valančiauskas R. Įmonės akcininkas – kas tai? Ričio Valančiausko tinklaraštis. 12.07.2022. URL: <https://valanciauskas.lt/imones-akcininkas-kas-tai/>
79. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas. Redakcija: 60 - 2022-11-17 (nuo 2023-05-01). URL: https://www.infolex.lt/portal/start_ta.asp?act=doc&fr=pop&doc=68110&title=LR%20akcini%F8%20bendrovi%F8%20%E1statymas
80. Lietuvos bankas. Visuotinė lietuvių enciklopedija. URL: <https://www.vle.lt/straipsnis/lietuvos-bankas/>
81. Aktionär | Rechten und Pflichten. FondsClever.de. 02.08.2022. URL: <https://www.fondsclever.de/ratgeber/lexikon-investmentfonds/aktionaer/>
82. Aktiengesetz. Gesetz vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), in Kraft getreten am 01.01.1966 zuletzt geändert durch Gesetz vom 19.06.2023 (BGBl. I S. 154) m.W.v. 22.06.2023. URL: <https://dejure.org/gesetze/AktG>

83. Duden Wirtschaft von A bis Z: Grundlagenwissen für Schule und Studium, Beruf und Alltag. 6. Aufl. Mannheim: Bibliographisches Institut, 2016. Lizenzausgabe Bonn: Bundeszentrale für politische Bildung, 2016.

84. Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat. URL: https://www.gesetze-im-internet.de/drittelbg/__1.html

85. Was ist "Aktionär"? Gabler Wirtschaftslexikon. URL: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/aktionaer-28594>

86. Шаповалов В. О., Ніколенко С. С., Ковальчук І. М. Акціонерний сектор національної економіки як об'єкт державного регулювання: монографія. Полтава: ПУЕТ, 2014. 199 с.

87. Germany's finance ministry grants more independence for financial watchdog. Reuters. URL: <https://www.reuters.com/markets/europe/germanys-finance-ministry-grants-more-independence-financial-watchdog-2022-05-17/>

88. IOSCO «Objectives and Principles of Securities Regulation». May 2017. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

89. Положення про формування інформаційної бази даних про ринок цінних паперів: затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №733 від 3 червня 2014 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0693-14#Text>

90. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів: затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №2826 від 3 грудня 2013 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2180-13#Text>

91. Положення про порядок складання та розкриття інформації компаніями з управління активами та особами, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку: затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №1343 від 2 жовтня 2012 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1764-12#Text>

92. Положення щодо порядку взаємодії осіб, що зобов'язані розкривати інформацію на фондовому ринку, з особою, уповноваженою Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку на розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів: затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №311 від 12 березня 2013 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0540-13#Text>

93. Концептуальні засади функціонування загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів: затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №1857 від 25 грудня 2012 р. URL: <http://stockmarket.gov.ua/faq>

94. Про порядок подання та розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів торговцями цінними паперами та фондовими біржами: затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку №131 від 5 лютого 2013 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0320-13#Text>

95. Галуцько В. В., Курило В. І., Короед С. О. Адміністративне право України: навчальний посібник. Київ: Інститут публічного права, 2015. Т. 1: Загальне адміністративне право. 180 с. URL: <https://books.google.com.ua/books?id=6ZI8CwAAQBAJ&pg=PA61&lpg=PA61&dq>

96. Близнюк О. П. Шевчук І. Л. Роль державного регулювання в механізмі розвитку фондового ринку України. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг*. 2012. Вип. 1 (2). С. 107-114.

97. Кодекс України про адміністративні правопорушення: закон України від 07.12.1984 № 8073-Х. URL: <https://ips.ligazakon.net/document/view/kd0005?an=0>

98. Вітко О. Ю. Інсайдерська інформація та маніпулювання на фондовому ринку: аспекти адаптації законодавства України до законодавства

Європейського Союзу. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2017. Випуск 44. Том 1. С. 113-116. URL: <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/handle/lib/33915>

99. Шульга (Мігус) І. П. Роль інсайдерської інформації у забезпеченні економічної безпеки акціонерних товариств. *Інвестиції: теорія і практика*. 2010. №17. Вересень. С. 36-40.

100. Мігус І. П. Розголошення інсайдерської інформації як загроза економічній безпеці акціонерних товариств. *Економічна наука. Інвестиції: практика та досвід* № 3/2012. С. 20-23. URL: http://www.investplan.com.ua/pdf/3_2012/7.pdf

101. Юрчишена Л. В. Принципи корпоративного управління: міжнародний досвід та впровадження в університетах. *Ефективна економіка*. 2020. № 8. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8091>

102. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities. URL: <http://data.europa.eu/eli/dir/2001/34/2007-01-20>

103. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance) Text with EEA relevance. URL: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/2021-01-01>

104. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC. URL: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/109/2023-01-05>

105. Case C-384/93 Alpine Investments B.V. v. Minister Van Financien [1995]. European Court reports. 1995. P. I-01141.

106. Проект розвитку ринку капіталу: міжнародний досвід розкриття інформації емітентами цінних паперів. Київ: USAID, 2007. 18 с.

107. Nyári C. Magyarországi befektetési lehetőségek. *Deliberationes tudományos folyóirat*. Évf. Vol.15; 2/2022, Pages: 66–75. URL: <https://deliberationes.gfe.hu/index.php/deliberationes/article/view/108/176>

108. Лошицький М. В. Адміністративне оскарження як спосіб захисту прав громадян у діяльності органів публічної адміністрації. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2015. Випуск 31. Том 2. С. 146-150.

109. Щока С. В. Захист прав та інтересів емітентів через механізм оскарження рішень та дій органів державної влади. *Сучасний рух науки: тези доп. VII міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (м. Дніпро, 6-7 червня 2019 р.). Дніпро, 2019. С. 1915-1919.

110. Соколенко О. Л. Адміністративне оскарження як форма захисту прав громадян у діяльності правоохоронних органів. *Науковий вісник Чернівецького університету*. 2012. Випуск 636 «Правознавство». С. 83–87.

111. Про затвердження Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 393 від 30 травня 2017 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1260-17#Text>

112. Ухвала Київського апеляційного адміністративного суду від 30 червня 2016 р. у адміністративній справі № 826/23438/15. URL: <https://ips.ligazakon.net/document/SO11961>

113. Про скасування рішення про державну реєстрацію нормативно-правового акта: наказ Міністерства юстиції України від 5 вересня 2016 р. № 2631/5. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v2631323-16/paran5#n5>

114. Комісія переглянула критерії фіктивності емітентів. Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів. URL: <https://www.pard.ua/uk/news/4458-komisiya-perehlyanula-kryteriyi-fiktyvnosti/>

115. Щока С. В. Оскарження емітентом дій органів державної влади в Україні та Європі. *Visegrad Journal on Human Rights*. 2019 №2 (volume 1). P. 194-198.
116. Битяк Ю. П., Гаращук В. М., Богуцький В. В. Адміністративне право: підручник. Харків: Право, 2010. 624 с.
117. Кодекс адміністративного судочинства України. Кодекс України; Кодекс, Закон від 06.07.2005 № 2747-IV. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2747-15#doc_info
118. Постанова Касаційного адміністративного суду від 12.05.2021 по справі № 640/11938/20. URL: <https://zakononline.com.ua/court-decisions/show/96833075>
119. Постанова Верховного Суду від 21.02.2020 у справі № 826/17123/18 (провадження № К/9901/25669/19). URL: <https://reestr.court.gov.ua/Review/87929522>
120. Гармонізація законодавства України з директивами ЄС // Цінні папери України URL: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=556&pub=397
121. Самець С. М., Іконніков О. В. Місце і значення ринку цінних паперів в економіці України. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2010. № 20. С. 244-252.
122. Ревіло Є. Як НКЦПФР трактує європейські принципи URL: <https://news.finance.ua/ua/news/-/361827/yelizaveta-revilo-yak-nktspfr-traktuye-yevropejski-pryntsyru>
123. Тимощук В. П. Адміністративна процедура та адміністративні послуги. Зарубіжний досвід і пропозиції для України. Київ : Факт, 2003. 496 с.
124. Цельєв О. В. Право на оскарження рішень органів публічної влади та їхніх посадових осіб як складова верховенства права. *Наукові записки НаУКМА*. 2017. Том 200. Юридичні науки. С. 72-79.
125. Про адміністративні спори : Закон Румунії № 554/2004 URL: https://www.crj.ro/userfiles/editor/files/LEGE%20nr%20554_ENG.pdf

126. Dragoş D. C., Swora M., Skoczylas A. Administrative appeals in Romania and Poland – a topical comparative perspective. *Transylvanian Review of Administrative Sciences*, No. 37 E/2012, pp. 38-54.

127. Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego. Opracowano na podstawie: t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 775. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19600300168/U/D19600168Lj.pdf>

128. Рєзнїкова В. В., Кологойда О. В. Види посередницької діяльності на фондовому ринку. *Вїсник Вищої ради юстиції*. 2013 № 2 (14). С. 112–119. URL: https://shron1.chtyvo.org.ua/Visnyk_Vyschoi_rady_iustytysii/2013_N2_14.pdf?

129. Ursel N. D., Zhong L. Why do firms pay high underwriting fees? SEO withdrawal, underwriter certification and CEO turnover. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Volume 54. 2018. P. 98-113. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1042443117302408>

130. Serge Braudo. Définition de Souscription (actions de sociétés). Dictionnaire du droit privé. URL: <https://www.dictionnaire-juridique.com/definition/souscription-actions-de-societes.php>

131. L'article L113-2 du Code des assurances : les obligations de l'assuré. URL: <https://fr.luko.eu/conseils/guide/article-1113-2-code-des-assurances/>

132. LOI n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière (1). URL: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000000428977>

133. Code monétaire et financier, article L621-1. URL: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000038611428/2023-12-02

134. Autorité des marchés financiers (AMF). URL: <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/l-autorite-des-marches-financiers/>

135. Fintech Laws and Regulations in France. Article. Chambers and Partners. 28 April 2022. URL: <https://chambers.com/articles/fintech-laws-and-regulations-in-france>

136. Banking Regulation 2023 – France. Global Practice Guides. Chambers and Partners. URL: <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/banking-regulation-2023/france>

137. Underwriting. Europas erstes Finanzportal boerse.de seit. URL: <https://www.boerse.de/boersenlexikon/Underwriting>

138. Was macht ein Underwriter? Campusjäger by workwise. URL: <https://www.campusjaeger.de/karriereguide/berufswelt/underwriter#aufgaben>

139. Initial Public Offerings Laws and Regulations 2023. Germany. Global Legal Insights. URL: <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/germany#:~:text=URL%3A%20https%3A%2F%2Fwww.globallegalinsights.com%2Fpractice>

140. Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/kredwg/BJNR008810961.html#BJNR008810961BJNG002006360>

141. Cooperation with the Federal Financial Supervisory Authority. Deutsche Bundesbank Eurosystem. URL: <https://www.bundesbank.de/en/tasks/banking-supervision/bundesbank/bafin>

142. Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 10 des Gesetzes vom 19. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2606) geändert worden ist. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/BJNR174910994.html#BJNR174910994BJNG000203123>

143. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. URL: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>

144. Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions, amending Directive 2002/87/EC and repealing

Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC. URL:
<http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/2022-01-01>

145. Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive). URL:
<http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>

146. Маслова-Юрченко К. О. Еволюція терміну «андеррайтинг цінних паперів» в законодавстві України. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2013. Вип. 22, ч. 2, т. 1. С. 248–251.

147. Dunbar C. G., Foerster S. R. Second time lucky? Withdrawn IPOs that return to the market. *Journal of Financial Economics*. Volume 87. Issue 3. 2008. P. 610-635. URL:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X07001626>

148. Андеррайтинг. Ліцензія на андеррайтинг: Андеррайтинг. Як зареєструвати андеррайтера цінних паперів? Ліцензія на андеррайтинг, ліцензування андеррайтингової діяльності. URL: <https://bmg.ua/uk/anderrajting/>

149. Маслова-Юрченко К. О. Щодо питання про обов'язок андеррайтера діяти в інтересах емітента. *Актуальні проблеми приватного права: матеріали міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 92-й річниці з дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (м. Харків, 28 лютого 2014 р.)*. Харків, 2014. С. 239-242.

150. Овдієнко О. О. Проблеми захисту прав емітентів та інвесторів в цінні папери при використанні послуг андеррайтера. *«Модернізація правових інститутів: вимоги часу»*: науково-практична інтернет-конференція (8 грудня 2016 р.). Секція №3. URL:
http://legalactivity.com.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=1398%3A071216-10&catid=168%3A3-1216&Itemid=209&lang=ru

151. Петров Є. В. Чи є господарсько-правова відповідність інститутом адміністративно-господарського права? *Форум права*. 2012. № 4. С. 722–728.

152. Віхляєв М. Ю. Поняття та складові елементи адміністративної правосуб'єктності громадських об'єднань як складової їхнього адміністративно-правового статусу. *Митна справа*. 2013. № 1 (85). Ч. 2 Кн. 2. С. 72–77.

153. Кернецький А. Права акціонерів, шляхи і ступінь їх захисту. *Юридичний журнал*. 2006. № 8. С. 36.

154. Гусаков С. І. Інститут незалежних директорів у системі державного управління реструктуризацією корпоративного сектору національної економіки. *Державне управління: теорія та практика*. 2015. №1. С. 78-85.

155. Січко Д. С. Цивільно-правовий захист акціонерів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. Ужгород: Вид-во Гельветика, 2013. Т. 1 Вип. 21. Ч.1. С. 266–270.

156. Козлов С. Захист прав акціонерів: аксіоми та гіпотези. *Юр.газета* 2005. №: 9 (45). URL: <http://www.yur-gazeta.com/oarticle/1523/>

157. Бігняк О. В. Захист корпоративних прав. Співвідношення категорій «форми захисту», «способи захисту» та «засоби захисту»: сучасні погляди та концепції. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2012. Випуск 19. Том 2. С. 169-172. URL: <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/handle/lib/14419>

158. Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies. In force: This act has been changed. Current consolidated version: 12/08/2022. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32007L0036&qid=1692286514727>

159. Havel B. Lasák J. Pihera V. Štenglová I. Czech Corporate Governance in the Light of its History and the Influence of the G20/OECD Corporate Governance Principles. *European Business Organization Law Review*. Volume 24. Issue 1. March 2023. P. 167-200. URL: <https://link.springer.com/article/10.1007/s40804-022-00253-3>

160. Щока С. В. Правове регулювання статусу акціонерів у корпоративному управлінні України: аналіз ключових аспектів та викликів.

Науковий вісник Ужгородського університету. Серія Право. 2024. Вип. 81 (1). С. 322-325. URL: <https://doi.org/10.24144/2307-3322.2024.81.1.51>

161. Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю: Закон України від 06.02.2018 № 2275-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/2275-19#Text>

162. Податковий кодекс України: закон України від 02.12.2010 № 2755-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text>

163. Суд визнав порядок виплати дивідендів акціонерам «Укрнафта» незаконним. URL: <https://zib.com.ua/ua/133556.html>

164. Юргелевич С. На шляху до посилення захисту прав інвесторів. *Вісник Центру комерційного права.* 2015. №47. С. 13-21.

165. Щока С. В. Характеристика цивільно-правового механізму захисту прав та інтересів акціонерів за допомогою органів правління. *Реформування законодавства і державних інституцій: досягнення, недоліки та перспективи: матеріали міжнар. юрид. наук.-практ. конф.: тези наук. доповідей.* (м. Київ, 30 травня 2019 р.). Київ. 2019. С. 103-106.

166. Щока С. В. Захист прав та інтересів акціонерів в Україні та Європі за допомогою органів правління товариства. *Порівняльно-аналітичне право.* 2018. №6. С. 143-146. URL: http://pap-journal.in.ua/wp-content/uploads/2020/08/PAP_6_2018.pdf

167. Економічна правда: Топ-9 нововведень закону про акціонерні товариства. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/12/20/695195/>

168. Гарагонич О. В. Скликання позачергових загальних зборів акціонерного товариства з ініціативи акціонерів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право.* 2012. Випуск 19. Том 2. С.175-180. URL: <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/handle/lib/14421>

169. Постанова Пленуму Верховного Суду України від 24.10.2008 р. № 13 “Про практику розгляду судами корпоративних спорів”. URL: <https://document.vobu.ua/doc/18380>

170. Цікало В. Здійснення і захист права акціонерів на отримання дивідендів: порівняльно-правовий аспект. *Вісник Львівського університету. Серія юридична*. 2016. Випуск 63. С. 97-112.

171. Spendzharova, A. (2012). Is More 'Brussels' the Solution? New European Union Member States' Preferences about the European Financial Architecture. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 50. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5965.2011.02208.x>

172. Паплик О. Правові особливості права акціонерів на обов'язковий викуп акцій товариством. *Підприємництво, господарство і право*. 2019. № 10. С. 31-37. URL: <http://pgp-journal.kiev.ua/archive/2019/10/7.pdf>

173. Деревянко Б. В., Туркот О. А. Захист прав суб'єктів господарювання : навчальний посібник. 2-е вид., переробл. і доповн. МВС України, Донецький юридичний інститут. Львів : Ліга-Прес, 2019. 150 с. URL: <http://dspace.puet.edu.ua/handle/123456789/7002>

174. Щока С. В. Роль та значущість наглядової ради в акціонерних товариствах на основі міжнародних стандартів корпоративного управління. *Аналітично-порівняльне правознавство*. 2023. №5. С. 267-270. URL: <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2023.05.47>

175. Параксева О. П. Роль наглядової ради в господарських товариствах: минуле, сьогодення, майбутнє. *ЮРИСТ&ЗАКОН*. 2017. №13. URL: http://uz.ligazakon.ua/ua/magazine_article/EA010232

176. Булигіна О. Ю. Адміністративно-правове регулювання внутрішнього аудиту в органах державної казначейської служби України. автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07. Запоріжжя. 2021. 22 с. URL: http://phd.znu.edu.ua/page/aref/07_2021/bulyhina_avtoreferat.pdf

177. Паплик О. В. Право акціонерів товариства на обрання незалежного директора. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер.: Юриспруденція*. 2016. №22. С. 133-136.

178. Міжнародні та національні стандарти корпоративного управління: збірник кодексів та принципів. URL:

http://pmguinfo.dp.ua/images/documents/korp_otnosheniya/stand_korp_upravlenija.pdf

179. European Commission Recommendation of 15 February 2005 (2005/162/EC) on the role of non-executive directors of listed companies and on the committees of the. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reco/2005/162/oj>

180. Ківалов С. В. Понятійно-правова характеристика сторін як учасників адміністративного судочинства. Наукові праці Національного університету «Одеська юридична академія»: зб. наук. праць. Одеса: Юрид. л-ра, 2015. Т. 15. 22 с.

181. Романюк Я. М., Майстренко Я. М. Масовий позов: загальна характеристика, зарубіжний досвід і перспективи впровадження в Україні. *Вісник Верховного Суду України*. 2015. №3 (175). С. 35-47.

182. Hodges C. Multi-Party Actions: A European Approach. *Duke Journal of Comparative & International Law*. 2001. Vol. 11. p. 321-354. URL: <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1202&context=djcil>

183. Кондрат'єва Л. А. Європейський досвід запровадження інституту групового позову. *Актуальні проблеми судового права*. 2021. С.224-227.

184. Lindblom P. H. National Report: Group Litigation in Sweden. The Globalization of Class Actions (Oxford Conference, December 12-14, 2007). URL: https://www.law.stanford.edu/wp-content/uploads/sites/default/files/event/261321/media/slspublic/Sweden_National_Report.pdf

185. Впровадження масового позову є необхідним кроком вдосконалення процесуального законодавства-рекомендації круглого столу у ВСУ. *Юридична Газета*. URL: <https://yur-gazeta.com/golovna/vprovadzhennyamasovogo-pozovu-e-neobhidnim-krokom-vdoskonalennya-procesualnogo-zakonodavstva--rekom.html>

186. Романченко Т., Кострома М. Груповий позов стане «зброєю масового захисту» осіб і підмогою для суддів. *Закон і Бізнес*. 2019. Вип. №23. URL: <https://zib.com.ua/ua/138074.html>

187. Гадамський Д. Інститут групових (класових) позовів як інструмент захисту порушених або оспорюваних прав. *Юридичний журнал*. 2006. № 10. С. 124-127.
188. Степаненко Т. В. Об'єкт судового захисту у справах за позовами про захист прав та інтересів невизначеного кола осіб. *Актуальні проблеми цивільного права та процесу*: матеріали наук.-практ. конф. присвяченої пам'яті професора Олександра Анатолійовича Пушкіна. (м. Харків, 21 травня 2005 р.). Харків: Нац. ун-т внутр. справ, 2005. С. 230-232.
189. Комзюк А. Г., Бевзенко В. М., Мельник Р. С. Адміністративний процес України: навч. посіб. Київ: Прецедент. 2007. 531 с.
190. Вінник О. М., Щербина В. С. Акціонерне право: навчальний посібник. Київ: Атіка, 2000. 544 с.
191. Барбашін С. Захист прав учасників товариства в зв'язку зі змінами. URL: <http://blog.liga.net/user/sbarbashin/article/22272.aspx>
192. Ларссон П. Груповий позов у Європейському Союзі. Захист невизначеного кола споживачів в ЄС та в Україні. *Спільнота споживачів та громадські об'єднання*. Київ. 2009. С. 32-70.
193. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): монографія. Харків. Право, 2006. 544 с.
194. Щока С. В. Особливості захисту прав та інтересів міноритарних акціонерів за допомогою непрямого позову. *Право як інструмент стійкості та розвитку в умовах сучасних цивілізаційних викликів*: Матеріали XV міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 27 квітня 2023 р.): Частина I. Львів-Торунь: Liha-Pres, 2023. С. 211-214.
195. Ковалишин О. Р. Непрямий (похідний) позов як засіб захисту учасників корпоративних відносин. *Вісник Академії адвокатури України*. 2010. Число 1. С. 61-67.
196. Попов Ю. Похідні (непрямі) позови: іноземний досвід та українські перспективи. *Українське комерційне право*. 2012. № 12. С. 55-65.

197. Frank A. Can Shareholders Sue for Harm to their Company? After 160 Years, Foss v. Harbottle Still Rules. URL: http://www.rosenbaum.com/Frank_PDFs/Foss%20Vs%20Harbottle.pdf

198. Sykes J, Gregory L. Shareholder Actions in England & Wales: New Rules But Little Action. URL: http://www.alfainternational.com/files/tbl_s12Publications/FileUpload92/265/SHAREHOLDER%20ACTIONS%20IN%20ENGLAND%20&%20WALES20-%20%20New%20Rules%20but%20Little%20Action.pdf

199. Колток О. Похідні позови: нововведення, на які варто звернути увагу. URL: http://zib.com.ua/ua/123091-pohidni_pozovi_novovvedennya_na_yaki_varto_zvernuti_uvagu.html

200. Позняков О. О. Похідний позов: український та світовий досвід. *Юридична Газета*. 2020. URL: <https://yur-gazeta.com/publications/practice/inshe/pohidniy-pozov-ukrayinskiy-ta-svitoviy-dosvid.html>

201. Білоусов Ю. В. Груповий позов: зарубіжний досвід та перспективи його використання в Україні. *Університетські наукові записки*. 2012. № 1. С. 295-309.

202. Gidi A. Class Actions in Brazil - A Model for Civil Law Countries. *The American Journal of Comparative Law*. 2003. Vol. 51. P. 309-408.

203. Buschkin I. T. The viability of class action lawsuits in a globalized economy - permitting foreign claimants to be members of class action lawsuits in the U.S. federal courts. *Cornell Law Review*. 2005. Volume 90. Number 6. P. 1563-1600.

204. Постанова від 26.11.2019 № 910/20261/16 Верховний Суд. Велика Палата. URL: <https://verdictum.ligazakon.net/document/86333859>

205. Постанова Великої Палати Верховного Суду від 18.12.2018 року у справі №800/201/17. URL: https://protocol.ua/ru/postanova_vp_vs_vid_18_12_2018_roku_u_spravi_800_201_1

206. Ухвала Вищого адміністративного суду України від 13.11.2017 у справі № К/800/37383/17. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/70324944>

207. Ухвала суду від 24.02.2020 по справі № 320/1384/20 Київський окружний адміністративний суд. URL: <https://zakononline.com.ua/court-decisions/show/87796219>

208. Ухвала Вищого адміністративного суду України від 14.05.2008 у справі № К-2290/07. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/3012181>

209. Щока С. В. Непрямі позови як процесуальна форма захисту прав та інтересів міноритарних акціонерів: порівняльно-правовий аналіз із країнами ЄС. *Порівняльно-аналітичне право*. 2017. №2. С. 268-270.

210. Островська Л. А. Непрямі (похідні) позови: міжнародний досвід та законодавство України: автореф. ... дис. канд. юрид. наук. Одеса, 2008. 20 с.

211. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів: Закон України №289-VIII від 7 квітня 2015 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/289-19#Text>

ДОДАТКИ

Список публікацій здобувача та відомості про апробацію результатів дисертації

1. Щока С. В. Непрямі позови як процесуальна форма захисту прав та інтересів міноритарних акціонерів: порівняльно-правовий аналіз із країнами ЄС. *Порівняльно-аналітичне право*. 2017. №2. С. 268-270.

2. Щока С. В. Емітент як учасник ринку цінних паперів: порівняльно-правовий аналіз із країнами Європи. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2018. Випуск 50. С.111-115.

3. Щока С. В. Державне регулювання ринку цінних паперів (порівняльний аналіз з країнами Європи). *Порівняльно-аналітичне право*. 2018. №1. С. 123-125. URL: <https://pap-journal.in.ua/wp-content/uploads/2020/08/Porivnyalno-analitichne-pravo-1-2018-1.pdf#page=123>

4. Щока С. В. Захист прав та інтересів акціонерів в Україні та Європі за допомогою органів правління товариства. *Порівняльно-аналітичне право*. 2018. №6. С. 143-146. URL: http://pap-journal.in.ua/wp-content/uploads/2020/08/PAP_6_2018.pdf

5. Щока С. В. Роль та значущість наглядової ради в акціонерних товариствах на основі міжнародних стандартів корпоративного управління. *Аналітично-порівняльне правознавство*. 2023. №5. С. 267-270. URL: <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2023.05.47>

6. Щока С. В. Правове регулювання статусу акціонерів у корпоративному управлінні України: аналіз ключових аспектів та викликів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2024. Випуск №81 (1). С. 322-325. URL: <https://doi.org/10.24144/2307-3322.2024.81.1.51>

7. Щока С. В. Оскарження емітентом дій органів державної влади в Україні та Європі. *Visegrad Journal on Human Rights*. 2019 №2 (volume 1). P. 194-198.

8. Щока С. В. Характеристика цивільно-правового механізму захисту прав та інтересів акціонерів за допомогою органів правління. *Реформування законодавства і державних інституцій: досягнення, недоліки та перспективи: матеріали міжнар. юрид. наук.-практ. конф.: тези наук. доповідей.* (м. Київ, 30 травня 2019 р.). Київ, 2019. С. 103-106.

9. Щока С. В. Сутність емітента з позиції вітчизняного законодавства та законодавств окремих країн Європи. *Соціально-гуманітарний вісник: зб. наук. пр.* (м. Харків, 27 травня 2019 р.): Випуск 26-27. 2019. С. 140-141.

10. Щока С. В. Захист прав та інтересів емітентів через механізм оскарження рішень та дій органів державної влади. *Сучасний рух науки: тези доп. VII міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (м. Дніпро, 6-7 червня 2019 р.). Дніпро, 2019. С. 1915-1919.

11. Щока С. В. Дослідження органів державного регулювання на ринку цінних паперів. *Фундаментальні та прикладні дослідження: сучасні науково-практичні рішення і підходи. Міждисциплінарні перспективи: статті учасників IV-ї Міжнар. наук-практ. конф.* (м. Банська Бистриця, м. Баку, м. Ужгород, м. Херсон, м. Кривий Ріг, 27 червня 2019 р.). Кривий Ріг: Посвіт, 2019. С. 317-319.

12. Щока С. В. Особливості захисту прав та інтересів міноритарних акціонерів за допомогою непрямого позову. *Право як інструмент стійкості та розвитку в умовах сучасних цивілізаційних викликів: матеріали XV міжнародної науково-практичної конференції* (м. Ужгород, 27 квітня 2023 р.): Частина I. Львів-Торунь: Liha-Pres, 2023. С. 211-214.