УДК 347.12

ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ЩОДО ПРАВОВОЇ ПРИРОДИ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ У ЦИВІЛІСТИЧНІЙ ДОКТРИНІ УКРАЇНИ Й ДЕРЖАВ СНД

Козик В.Є., аспірант
кафедри цивільного права
Юридичний інститут
Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника

У статті здійснюється систематизація та класифікація наявних у цивілістичній доктрині України й держав СНД поглядів і концепцій щодо правової природи похідних фінансових інструментів. Проводиться систематизація та критичний аналіз аргументації всіх підходів. Виділяються договірна й цінно-паперова теорії похідних фінансових інструментів і їх різновиди.

Ключові слова: *похідні фінансові інструменти, похідні цінні папери, деривативи, договірна теорія, цінно-паперова теорія.*

В статье делается систематизация та классификация существующих в цивилистической доктрине Украины и государств СНГ взглядов и концепций по поводу юридической природы производных финансовых инструментов. Делается систематизация та критический анализ аргументации всех подходов. Выделяются договорная и ценно-бумажная теории производных финансовых инструментов та их видов.

Ключевые слова: *производные финансовые инструменты, производные ценные бумаги, деривативы, договорная теория, ценно-бумажная теория.*

Kozyk V.Y. THEORETICAL APPROACHES TO LAW NATURE OF DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS IN THE CIVIL LAW SCIENCE OF UKRAINE AND THE COUNTRIES OF THE COMMUNITY OF INDEPENDENT STATES

The article deals with the problems of systematization and classification of present approaches and conceptions as for the law nature of derivative financial instruments in the civil law science of Ukraine and the countries of the Community of Independent States. Systematization and critical analyzing of argumentation of all approaches is made. Contract and security theories of derivative financial instruments and their kinds are highlighted.

Key words: *derivative financial instruments, derivative valuable papers, derivatives, contract theory, security theory.*

Постановка проблеми. З моменту імплементації похідних фінансових інструментів у законодавство України й держав СНД у доктрині з'явилася значна кількість різноманітних, інколи діаметрально протилежних концепцій щодо пояснення їх правової природи. Проте й досі неможливо виділити певний домінуючий підхід, істинність якого підтримувалась би більшістю дослідників.

Ступінь розробленості проблеми. Доктрина щодо проблеми правової природи деривативів і досі залишається вельми динамічною. Так, учені-юристи часто кардинально змінюють свої погляди з цього питання, постійно з'являються нові концепції. У цивілістиці на сьогодні фактично відсутні будь-які спроби систематизувати всі наявні погляди вчених з цього питання. Винятком є тільки дисертаційне дослідження Ю.В. Мици. Автор виділив договірну (сувору й відносну) та цінно-паперову теорії деривативів [1, с. 39]. Проте з часу написання цієї праці ситуація в цивілістиці істотно змінилась, по-перше, окремі вчені, думки яких аналізував Ю.В. Мица, істотно змінили власну позицію; по-друге, у межах кожної з теорій на сьогодні виділились окремі напрями із суттєвими розбіжностями, з'явились нові й еволюціонували старі підходи. За відсутності актуальної систематизації доктринальних підходів щодо пояснення юридичної природи деривативів досить складно цілісно бачити стан сучасного розвитку доктрини з цього питання, виділяти головні напрями розвитку теорії деривативів і здійснювати їх критичний аналіз у світлі їх взаємозв'язків та аргументації. Тому актуальною на сьогодні є класифікація й систематизація наявних у доктрині поглядів і концепцій щодо пояснення юридичної природи деривативів.

Метою статті є систематизація та класифікація наявних у цивілістичній доктрині України й держав СНД поглядів і концепцій щодо правової природи похідних фінансових інструментів; систематизація та критичний аналіз аргументації всіх підходів.

Виклад основного матеріалу. За основу поділу всіх наявних у цивілістиці поглядів на правову природу деривативів використаємо підхід Ю.В. Мици. Так, учений виділив договірну (сувору й відносну) та цінно-паперову теорії деривативів.

1. Договірна теорія. Спробуємо проаналізувати найбільш аргументовані й поширені висловлювання цивілістів щодо цієї теорії в їх історичному розвитку в доктрині цивільного права України та держав СНД.

Квінтесенцією договірної теорії є твердження про категоричну неприпустимість утілення зобов'язань із деривативів (договорів) у зміст цінного паперу, тобто формою існування прав та обов'язків із похідних фінансових інстру-

ментів є виключно конструкція цивільно-правового договору.

Конструкція строкового договору (договори з премією, договори на різницю – саме так похідні фінансові інструменти іменувалися в дореволюційні цивілістиці) була відома ще дореволюційній цивілістиці. Так Г.Ф. Шершеневич [2, с. 235] та П.П. Цитович [3, с. 240] розглядали аналоги сучасних деривативів виключно в межах договірного права. Думка про можливість інкорпорації зобов'язання із таких зобов'язань у цінний папір не пропонувалась.

Більшість сучасних представників договірної теорії похідних фінансових інструментів у межах своїх досліджень фактично ігнорують можливість інкорпорації зобов'язань із деривативів у зміст цінного паперу. Здійснюючи аналіз похідних фінансових інструментів, вони акцентують увагу на їхній договірній природі, проте не проводять аналізу аргументованості такої позиції й не надають контраргументації позиції представників цінно-паперової концепції деривативів.

Так, у праці Т.В. Сойфер – одному з перших російських дисертаційних досліджень правової природи опціонів, форвардів і ф'ючерсів (на той час у доктрині ще не були поширеними узагальнені категорії для цих понять – деривативи, похідні фінансові інструменти, похідні, строкові договори тощо) – ці контракти розглядались у межах категорії «біржові право чини». Учена дійшла висновку, що всі біржові похідні фінансові інструменти є цивільно-правовими угодами з особливим суб'єктним складом, предметом, місцем і порядком укладення, реєстрацією тощо [4, с. 5–6], проте проблема їх цінно-паперової природи в дисертації не згадувалась. Ю.О. Мойсєєв також розглядає похідні фінансові інструменти (опціони, форварди та ф'ючерси) у межах категорії біржові угоди [5, с. 8], не приділяючи уваги критиці цінно-паперової теорії деривативів або ж аргументації договірної концепції.

Аналогічний підхід можемо зустріти й у працях українських і російських учених, присвячених аналізу окремих видових конструкцій деривативів. Так, Н.Б. Шеленкова, досліджуючи цивільно-правову природу біржових опціонних операцій, розглядає опціон виключно в межах категорій договірного права та не приділяє уваги проблемі допустимості втілення «опціонних» прав у цінний папір [6, с. 8–9]. Ю.В. Чижмарь, здійснюючи детальний аналіз сучасних теорій форвардного договору у вітчизняній і зарубіжній юридичній науці, не згадує про існування концепції, згідно з якою зобов'язання з форвардного договору можуть утілюватися в цінний папір. Автор інтерпретує форвард виключно як особливий вид договорів купівлі-продажу з певними специфічними ознаками [7, с. 11]. Аналогічного підходу дотримується й більшість інших українських та російських дослідників

Серед представників договірної теорії зустрічаються й дослідники, які більшою чи меншою мірою аргументують свою позицію або ж критикують цінно-паперову концепцію. Так, С.В. Сарайкін стверджує, що вести мову про категорію «похідний цінний папір» некоректно за відсутності їх поіменованості в законодавстві [8, с. 10–11]. Жодних інших аргументів на користь договірної теорії автор не наводить.

Найбільш аргументовану позицію договірної концепції деривативів у російській та українській цивілістиці можна зустріти в публікації О.А. Рохіної [9]. Учена, аналізуючи правову природу ф'ючерса, робить висновок про неприпустимість кваліфікації його як цінного паперу, виходячи з таких аргументів: 1) ф'ючерс не є цінним папером, так як не визнаний як цінний папір у Цивільному кодексі України й інших нормативно-правових актах; 2) при здійсненні ф'ючерсної угоди до моменту виконання зобов'язання за нею невідомо, хто буде боржником, а хто буде кредитором, тобто не ясно, хто наділений майновим правом, що посвідчує цінний папір; 3) цінний папір характеризується як документ, проте визнавати дві сторони володільцями цінного паперу абсурдно, оскільки: а) грошова сума, отримана в результаті виконання, повинна розподілятися між ними в певній установленій пропорції, так як це вимагається за правилами спільної часткової власності; б) виконання за цінним папером має здійснюватися одним із учасників ф'ючерсного договору, так як цінний папір є майновим правом однієї сторони щодо іншої [9, с. 51–52]. Окрім цієї аргументації, О.А. Рохіна додатково посилається на думку М.М. Агаркова щодо того, що в цінному папері не може бути виражено правовідношення, у якому обидві сторони взаємно набувають прав та обов'язків, так як сторона, що не володіє папером, не зможе реалізувати право, що їй належить.

Повністю повторюють у власних дослідженнях і підтримують аргументи вченої Д.А. Жуков [10, с. 21–22] та О.В. Ротко [11, с. 47–48] До того ж Д.А. Жуков поширює вказані аргументи й на користь обґрунтування договірної природи інших видових конструкцій деривативів. Учений стверджує, що до окремих видів категорії «похідний фінансовий інструмент» варто зарахувати форварди, ф'ючерси, свопи, опціони, депозитарні розписки й конвертабельні цінні папери [10, с. 27]. Водночас до похідних (вторинних) цінних паперів він зараховує опціон емітента, а ф'ючерсні контракти й біржові опціони – ні [10, с. 27]. Така позиція вченого може розцінюватися як відносно договірна теорія деривативів. Потрібно також звернути увагу на те, що Д.А. Жуков суттєво розширює зміст категорії «похідний фінансовий інструмент», уключаючи до їх окремих видів конвертабельні цінні папери та депозитарні розписки [10, с. 29]. Така концепція повністю відповідає поширеному на сьогодні в російській доктрині поділу цінних паперів на основні (базові) й похідні. Детальніше її сутність ми розглянемо при аналізі цінно-паперової теорії деривативів.

Досить аргументованою є позиція Є.В. Іванової. Учена аналізує всі наявні формальні та кваліфікуючі ознаки цінних паперів, які поширені в доктрині цінних паперів Росії й доходить висновку, що номінативність є на сьогодні єдиною безсумнівною ознакою цінного паперу, а інші доктринальні ознаки не поширюються на всі без винятку види цінних паперів, тому не можуть бути підставою для кваліфікації будь-яких документів як цінних паперів

[12, с. 117–118]. На основі цього твердження автор робить такий висновок щодо порівняльної характеристики деривативів і цінних паперів: у ст. 143 Цивільного кодексу (далі – ЦК) РФ «Види цінних паперів» надається відкритий перелік цінних паперів, серед яких немає жодного виду деривативу. Проте в статті зазначається, що можливим є існування й інших цінних паперів, для цього потрібно їх визнання в такій якості законом про цінні папери чи встановленому ним порядку. Федеральний закон Росії «Про ринок цінних паперів» говорить тільки про опціон емітента (як цінний папір), який, у свою чергу, не є деривативом. Відповідно, на сьогодні не існує формальних підстав для зарахування деривативів до ринку цінних паперів [12, с. 118]. По суті, Є.В. Іванова заперечує цінно-паперову природу деривативів, виходячи із їх непоіменованості. Інші аргументи вченої ми не будемо наводити, адже вони мають здебільшого економічний характер і є вельми суперечними в плані їх цінності для юриспруденції.

Варто звернути увагу на те, що вчена згадує про опціонний сертифікат, який, за її твердженням, є цінним папером, проте вона відмовляє йому в статусі деривативу [12, с. 111]. Чим зумовлена така позиція, невідомо. Принаймні з аналізу праць Є.В. Іванової ми не змогли зрозуміти такого підходу за відсутності його будь-якої аргументації. Водночас певний подив в підозру в непослідовності викликає інше твердження Є.В. Іванової про те, що «деривативи можуть існувати не тільки в формі договору, а й у формі цінного паперу (наприклад, облігація з іпотечним покриттям)». Тому говорити про деривативи виключно в контексті договірного права, на думку вченої, не видається обґрунтованим [12, с. 111]. Отже, Є.В. Іванова, як і Д.А. Жуков, використовує схожий критерій для виділення окремих видів похідних фінансових інструментів, в основу якого покладено поділ цінних паперів на похідні й основні, проте думки дослідників відрізняються щодо правової природи опціонного сертифікату.

Спробуємо стисло синтезувати та викласти основні аргументи, на які опираються представники договірного підходу, щодо інтерпретації юридичної природи деривативів:

1. Похідним фінансовим інструментам не надано статусу цінного паперу законодавством.

2. Деривативи є алеаторними (стохастично обумовленими) зобов'язаннями, а отже, до моменту виконання зобов'язання невідомо, хто зі сторін правовідношення є боржником, а хто кредитором. Така їхня природа суперечить класичній теорії цінних паперів, за якою зобов'язання з цінного паперу має бути чітко визначеним і безумовним.

3. Цінні папери не можуть посвідчувати правовідношення, у якому обидві сторони взаємно набувають права та обов'язки.

Тим не менше, усі вище наведені аргументи можна піддавати критиці. Так, непоіменгованість певного документа як цінного паперу не може свідчити про його іншу правову природу. Можливо, що той чи інший документ законодавець не «встиг» кваліфікувати як цінний папір. Водночас, наприклад, у Росії опціон емітента кваліфіковано як цінний папір, проте окремі дослідники не вважають його деривативом. Що стосується неможливості інкорпорації алеаторних і синалагматичних зобов'язань у зміст цінного паперу, то ці аргументи, власне, і є сильною стороною концепції, адже вони опираються на канони теорії цінних паперів. Проте всестороннього аналізу та обґрунтування їх істинності ми в доктрині не знайшли. Фактично відсутні спроби здійснити апробацію їх адекватності правовому режиму цінного паперу, тому можливе їх спростування в межах спеціального дослідження.

2. Цінно-паперова теорія.

Уперше в українській і російській доктрині твердження про те, що деривативи є цінними паперами, з'явились у працях представників економічної науки. Серед юристів такі погляди здебільшого обґрунтовувалися посиланням на зарубіжне законодавство та практику світових бірж.

В українській цивілістиці найбільш послідовно цінно-паперова концепція відображена в працях Ю.В. Мици. На думку вченого, похідні цінні папери є особливою юридичною конструкцією, яка еволюціонувала на ґрунті цивільно-правового договору, але згодом втратила договірний характер через напластування не властивих класичному договору ознак – особливого типу строковості й стандартизації умов, спеціальних гарантій виконання, знеособлення, особливої ролі організаційного елемента, що мало наслідком надання їй правового режиму цінних паперів [1, с. 188]. Дослідник обґрунтовує цінно-паперову природу тільки опціона та ф'ючерсу. Ю.В. Мица категорично заперечує можливість існування форвардів (доцільність виділення форвардів як самостійної категорії науковець заперечує) і свопів у формі похідних цінних паперів [1, с. 189–190]. При побудові концепції вчений керувався чинним на час написання дисертації українським законодавством, яке кваліфікувало на підзаконному рівні опціон і ф'ючерс як цінні папери.

Проте аргументи договірної теорії деривативів учений у своїй праці не спростовував. Так, Ю.В. Мица в дисертаційному дослідженні неодноразово акцентує увагу на особливостях похідних цінних паперів, а саме: а) посвідченні ф'ючерсом як прав, так і обов'язків, зокрема вчений стверджує, що конструкція ф'ючерсу більше тяжіє до аналогії з двостороннім договором, адже утримувач як короткої, так і довгої позиції є носієм як прав, так і обов'язків [1, с. 121]; б) можливості заміни зобов'язаної особи за похідними цінними паперами [1, с. 128]; в) незбіжності емітента ф'ючерсу із зобов'язаною особою [1, с. 128]. Усі вище зазначені винятки деривативів як цінних паперів для вченого видаються допустимими через особливості їх випуску й обігу. Проте конкретизація такої аргументації в дослідженні відсутня.

Інші українські дослідники, ведучи мову про окремі види похідних цінних паперів, здебільшого керуються не переконливою аргументацією, зокрема ототожнюють категорії «деривати» і «похідний цінний папір», що дає

їм підстави робити висновки про існування в чинному законодавстві окремих видів похідних цінних паперів, закріплених податковим законодавством (такою, зокрема, є позиція О.В. Дзери [13, с. 140], І.Л. Нурзад [14, с. 5], В.І. Труби [15, с. 8],) або ж опираються на суперечливі норми підзаконних нормативно-правових актів (такий підхід зустрічається в працях О.С. Яворської [16, с. 98], В.Л. Яроцького [17, с. 178–179]). Окремі дослідники ототожнюють категорії «деривати» і «похідний цінний папір», проте чомусь не вважають «форвард» цінним папером.

На нашу думку, такі підходи є помилковим. Адже жодне положення чинного законодавства не дає підстав для ототожнення категорій «деривати» і «похідний цінний папір» та для висновків про існування законодавчо визначених окремих видів похідних цінних паперів, адже на рівні підзаконного акту це недопустимо, до того ж таким повноваженням не наділено жодний державний орган, окрім парламенту.

У російській цивілістиці категорія «похідний цінний папір» та окремі їх види знайшли істотно іншу інтерпретацію. Так, в українській доктрині категорію «похідні цінні папери» розглядають виключно в межах ф'ючерсу, форварда, свопа та опціона. У доктрині Росії перелік документів, які варто зарахувати до похідних цінних паперів, суттєво відрізняється від українського підходу. До того ж серед думок представників російської цивілістичної науки щодо цього питання немає навіть натяку на єдність, що ускладнює уніфікацію побудови концепції похідних цінних паперів. Така ситуація зумовлена різним баченням критерію виділення групи похідних цінних паперів та окремих їхніх видів. Спробуємо зіставити та проаналізувати найбільш авторитетні думки з цього питання.

Так, Е.В. Агапєєва до похідних цінних паперів відносить всі класичні похідні фінансові інструменти (форварди, ф'ючерси, опціони та свопи), опираючись на досвід західних держав, водночас учена включає до похідних цінних паперів і депозитарні розписки та іпотечні цінні папери, які також вважає і деривативами [16, с. 189–190]).

Особливий інтерес викликає позиція В.А. Белова. Думки вченого з приводу похідних цінних паперів зазнавали суттєвої еволюції. Так, у ранніх працях автор стверджував, що похідні (опціони та ф'ючерси) не є цінними паперами в силу того, що права й обов'язки сторін правочину з купівлі-продажу цінного паперу, а також правочин щодо набуття прав на купівлю (продаж) цінних паперів повинні відображатися в відповідному договорі купівлі-продажу, який не може бути водночас цінним папером [17, с. 220]. Проте автор стверджував, що похідним цінним папером є, зокрема, копія векселя або ж сертифікат цінних паперів [18, с. 249]. Аналізуючи думки вчених щодо похідних цінних паперів, Ю.В. Мица твердження В.А. Белова відніс до позиції представників договірної теорії деривативів [1, с. 39]. В останніх працях позиція вченого зазнала суттєвої еволюції. Так, до похідних цінних паперів (деривативів) він зараховує тимчасові свідоцтва (розписки) на не повністю оплачені акції, заставні банківські квитанції, депозитарні акції й розписки (свідоцтва), сертифікати інвестиційних цінних паперів, конвертабельні емісійні цінні папери, опціони (опціонні свідоцтва), фондові варанти та ф'ючерси [19, с. 320–321]. Можливість виділення такого широкого набору окремих видів похідних цінних паперів у вченні В.А. Белова зумовлена особливим критерієм виділення групи цінних паперів – похідні. Зокрема, автор фактично поділив усі цінні папери на основні й похідні. Попри те, що очевидним є дихотомічний характер такого поділу, автор розглядає у своїй праці похідні цінні папери не в протиставленні їх основним цінним паперам, а як групу цінних паперів у ряду з іншими групами: інвестиційними, торговими й товаророзпорядчими. Вочевидь, при побудові групування цінних паперів автор використовував кілька критеріїв водночас, чим і зумовлене таке бачення місця похідних цінних паперів у системі груп цінних паперів.

Однією з найбільш прогресивних і новітніх є концепція А.В. Габова, у якій поділ цінних паперів на базові (основні) та похідні набув подальшого розвитку. Так, під цінним папером, що має правовий режим похідного цінного паперу, ученим пропонується кваліфікувати будь-який цінний папір-основне право, яке ним посвідчується, – право на інші цінні папери та/або права з інших цінних паперів: право на частку в спільній частковій власності, яку становлять інші цінні папери, право купівлі/продажу інших цінних паперів; право на отримання як належного виконання зобов'язання інших цінних паперів; право на права, що закріплені іншими (іноземними) цінними паперами [20, с. 235]. Окрім цього, учений пропонує виділити таку категорію, як похідні права, які можуть входити в зміст різних цінних паперів. Похідні фінансові інструменти він пропонує наділити правовим режим цінного паперу та віднести їх до категорії цінних паперів підвищеного ризику [20, с. 237].

Загалом такий підхід аналогічний підходу В.А. Белова та Е.В. Агапєєвої. Коротко його сутність можна відобразити так: цінні папери можна класифікувати на основні (базові) й похідні. Похідні цінні папери посвідчують права на інші цінні папери. Така концепція кардинально змінює традиційне трактування «меж» категорії «похідні цінні папери». З одного боку, категорія «похідні цінні папери» істотно звужується, адже ф'ючерси, форварди, свопи та опціони будуть уважатися похідними цінними паперами тільки за умови посвідчення ними прав на інші цінні папери, тобто тільки фондові деривативи стануть цінними паперами. З іншого боку, категорія «похідні цінні папери» істотно розширюється, адже, окрім фондових ф'ючерсу, форварда, свопа та опціона, до видів похідних цінних паперів можна відносити будь-які інші цінні папери, що посвідчують права на інші цінні папери (зокрема сертифікати цінних паперів, іпотечні цінні папери, депозитарні розписки тощо).

На нашу думку, особливого юридичного значення така класифікація не матиме. Власне поділ ґрунтується суто на економічному критерії – базовому активі – цінному папері. Яке значення матиме така класифікація для зако-

нодавства? Чи можна й, головне, чи потрібно створювати окремий правовий режим для такої групи цінних паперів? На жаль, автори цієї концепції здебільшого повною мірою не дають відповіді на поставлені запитання. Навіть якщо припустити, що особливістю таких цінних паперів є специфічність здійснення виконання за цінним папером, зокрема набуття прав на інший цінний папір, то малоймовірною є можливість створення уніфікованого способу здійснення такого виконання для більшості видових конструкцій таких цінних паперів. До того ж при дихотомічному поділі цінних паперів на базові й похідні залишається відкритим питання про місце деяких окремих видів похідних цінних паперів (ф'ючерсу, опціона тощо) в системі групування цінних паперів за правами, що посвідчує цінний папір. Наприклад, іпотечний сертифікат, що посвідчує право на цінні папери, є водночас похідним цінним папером і належить до групи іпотечних цінних паперів. А яке місце в системі цінних паперів посідає, наприклад, опціон поза межами похідних цінних паперів?

Вельми цікаво вирішує питання правової природи деривативів Казахський учений Ф.С. Карагусов, на думку якого законодавство повинно чітко розмежовувати похідні цінні папери, похідні інструменти й похідні фінансові інструменти [21, с. 110]. Учений також стверджує, що, по суті, на сьогодні до похідних цінних паперів можуть бути віднесені тільки депозитарні розписки, а деривативи є договорами та можуть ставати об'єктами цивільних прав тільки за умов стандартизації [21, с. 110]. Така позиція привертає увагу тим, що власне поділ цінних паперів на основні й похідні в поєднанні з відмовою вченим деривативам у статусі цінних паперів призвів до звуження переліку похідних цінних паперів до одних депозитарних розписок.

У російській доктрині існують також інші нетривіальні підходи щодо «похідних цінних паперів». Так, А.В. Кирилова до похідних цінних паперів пропонує відносити депозитарні розписки, опціони емітента та приватизаційні папери [22, с. 14]. Принцип виділення похідних цінних паперів у концепції вченої полягає в тому, що це цінні папери, які надають право чи зобов'язання на купівлю-продаж товарів і фінансових інструментів у майбутньому за раніше визначеною ціною. Похідними такі цінні папери є тому, що їх ціна залежить від вартості чи значення базового змінного елемента (змінної), що лежить в основі договору (контракту) [22, с. 14]. Проте, здійснивши аналіз дефініції похідного цінного паперу, що пропонується вченою, стає незрозумілим, чому депозитарні розписки варто кваліфікувати як вид похідного цінного паперу, адже вони посвідчують не право придбати акції в майбутньому, а право власності на певну кількість акцій власника депозитарної розписки. Приватизаційні папери розглядати в межах похідних цінних паперів, на нашу думку, некоректно, адже, по-перше, вони на сьогодні практично втратили свою актуальність; по-друге, їх варто або виділяти в окрему групу цінних паперів, або ж не розглядати в межах цінних паперів загалом, що зумовлено їх специфікою, а саме: особливим емітентом, переважною не оборотоздатністю тощо.

С.С. Абдулкадиров під похідними цінними паперами пропонує розуміти цінні папери майнового права (зобов'язання) – ф'ючерсні контракти, такі що вільно обертаються, чи біржові, опціони та інші цінні папери, обіг яких аналогічний обігу основних цінних паперів і ціною, обмеженою в часі, що дають змогу отримувати прибуток за мінімальних інвестицій, порівняно з іншими цінними паперами, оскільки інвестор оплачує не всю вартість активу, а тільки гарантійний (варіаційний) унесок [23, с. 9]. Варто відзначити певну суперечливість у побудові дефініції. Так, підхід ученого видається більш традиційним для української доктрини цивілістики, адже як похідні цінні папери розглядаються тільки ф'ючерс та опціон, водночас автор веде мову про основні цінні папери, мовби протиставляючи їх похідним, що відповідає провідним тенденціям російської цивілістики. За таких умов зрозуміти критерій виділення похідних цінних паперів як групи та окремих їх видів (до того ж учений повного їх не переліку не пропонує) в межах концепції вченого непросто.

Оригінальною є концепція М.А. Толчинського. Автор пропонує розуміти договори з похідними фінансовими інструментами як такі, предметом яких є похідний цінний папір [24, с. 5]. А під похідним цінним папером пропонується розуміти цінні папери, що обертаються на біржовому ринку, посвідчують право їх володільця на купівлю чи продаж акцій, облігацій, ф'ючерсних, опціонних, форвардних контрактів [24, с. 5]. За такого підходу ми отримаємо парадоксальний висновок, а саме: опціоном є похідний цінний папір, що посвідчує право на купівлю або ж продаж опціонного контракту. Такий підхід зустрічався в нормативно-правових актах пострадянських держав в 90-х роках минулого століття та, вочевидь, ґрунтувався на спрощеному трактуванні поширеного в економічних дослідженнях і біржовій практиці словосполучення «продаж контракту». На нашу думку, такий підхід з юридичної точки зору є некоректним.

Отже, стан цінно-паперової теорії деривативів характеризується таким: 1) відсутністю серед науковців єдності в визначальних питаннях. Так, учені сперечаються стосовно критерію виділення самої групи похідних цінних паперів і, залежно від обраної позиції, істотно різниться перелік окремих видів деривативів, що наводиться кожним науковцем. Не безспірним є і питання характеру прав, що посвідчуються похідними цінними паперами; 2) відсутністю ґрунтовної аргументації. Слабким місцем цінно-паперової теорії деривативів є те, що більшість дослідників практично не підкріплюють свою позицію вагомими аргументами. Так, учені опираються або на зарубіжний досвід, або ж на чинні нормативно-правові акти, частіше підзаконні, дослідження економістів тощо. На нашу думку, теоретична допустимість інкорпорації зобов'язань із похідних фінансових інструментів можлива тільки в разі переконливого спростування всіх аргументів представників договірної теорії. Якщо довести теоретичну та практичну допустимість

інкорпорації в зміст цінного паперу алеаторного й синалагматичного зобов'язання з похідних фінансових інструментів, то наслідком такого доведення стане власне пропозиція внести зміни в законодавство щодо поіменованості окремих видів похідних цінних паперів. На жаль, саме на цих моментах представники цінно-паперової теорії практично не акцентують. Так, А.В. Кирилова, дійшовши висновку про те, що опціон емітента має алеаторний (стохастичний) характер, не робить спроб довести можливість чи допустимість оборотності такого зобов'язання у формі цінного паперу. Синалагматичний характер зобов'язань із деривативів більшістю дослідників ігнорується, або ж йому не надається особливого значення. Окремі дослідники ведуть мову проте, що такий характер деривативів нівелюється особливостями їх випуску й обігу, проте в чому саме такі особливості випуску й обігу деривативів полягають, що дають змогу зробити настільки революційний відхід від консервативних канонів теорії цінних паперів, автори не уточнюють.

Висновки. На сьогодні досить складно здійснити систематизацію та класифікацію всіх підходів щодо пояснення правової природи похідних фінансових інструментів через істотні розбіжності в головних питання побудови концепції правової природи деривативу. Чи не кожен дослідник уносить щось нове в питання трактування співвідношення категорій «деривати» і «похідний цінний папір», критерій виділення групи похідних цінних паперів та окремих видів деривативів тощо. Тим не менше всі теоретичні підходи щодо пояснення правової природи похідних фінансових інструментів можна поділити так: договірну теорію та цінно-паперову теорії. У межах цінно-паперової теорії варто виділити традиційну (у межах якої до похідних цінних паперів зараховують тільки традиційні деривативи опціони, форварди, ф'ючерси, свопи та їх комбінації) і нетрадиційну, або ж теорію основного й похідного цінного паперу (відповідно до якої в результаті дихотомічного поділу всі цінні папери діляться на основні та похідні, при чому останніми є цінні папери, що посвідчують права на інші цінні папери, проте в інтерпретації кожного окремого науковця ця теорія набуває особливих рис, що покладається в основу переліку окремих видів похідних цінних паперів).

ЛІТЕРАТУРА:

1. Мица Ю.В. Правова природа похідних цінних паперів : дис. … канд.. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право» / Ю.В. Мица. – Харків, 2006. – 210 с.
2. Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права по изданию 1914 г. / Г.Ф. Шершеневич. – М. : Фирма «СПАРК», 1994. – 335 с.
3. Цитович П.П. Труды по торговому и вексельному праву : в 2 т. / П.П. Цитович. – М. : Статут, 2005. – Т. 1 : Учебник торгового права. К вопросу о слиянии торгового права с гражданським. – 2005. – 460 с
4. Сойфер Т.В. Сделки в биржевой торгове : автореф. дисс. … канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» / Т.В. Сойфер. – М., 1996. – 17 с.
5. Мойсєєв Ю.О. Укладання біржових угод на товарній біржі та їх виконання : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Господарське право і господарський процес» / Ю.О. Мойсєєв – Донецьк, 2006. – 20 с.
6. Шеленкова Н.Б. Правовая природа биржевых опционных операций : автореф. дисс. … канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» / Н.Б. Шеленкова. – М., 1994. – 16 с.
7. Чижмарь Ю.В. Правове регулювання укладення форвардних угод на товарних біржах : автореф. дис. … канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право» / Ю.В. Чижмарь. – К., 2000. – 18 с.
8. Сарайкин С.В. Правовое регулирование фьючерсного рынка: автореф. дисс. … канд. юрид. наук : 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» / С.В. Сарайкин. – М., 2002. – 19 с.
9. Рохина О. Быть фьючерсу ценной бумагой или не быть? / О. Рохина // Хоз-во и право. – 1997. – № 1. – С. 48–57.
10. Жуков Д.О. Правовое регулирование срочных сделок на фондовом рынке : дисс. … канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 / Д.О. Жуков. – М., 2006. – 184 с.
11. Ротко С.В. Фьючерсная сделка: юридическая природа и экономическая сущность / С.В. Ротко // Юридический мир. Общероссийский научно-практический правовой журнал. – 2007. – № 3. – С. 46–48.
12. Иванова Е.В. Деривативы. Форвард, фьючерс, опцион, своп. Экономико-правовая квалификация / Е.В. Иванова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Ось-89, 2007. – 304 с.
13. Цивільний кодекс України : [науково-практичний коментар] / за ред. розробників проекту Цивільного кодексу України. – К. : Істина. – 928с.
14. Нурзад І.Л. Правове регулювання діяльності банків на ринку цінних паперів України : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право» / І.Л. Нурзад. – К., 2004. – 18 с.
15. Труба В.І. Правове регулювання цінних паперів в Україні : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 «Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право» / В.І. Труба. – К., 1999. – 19 с.
16. Агапеева Е.В. Ценные бумаги как объекты гражданского оборота по законодательству России и США : автореф. дисс. … канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» / Е.В. Агапеева. – М., 2006. – 21 с.
17. Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов. – М. : ЮрИнформ, 1996. – 448 с.
18. Белов В.А. Гражданское право: Общая часть : [учебник] / В.А. Белов. – М. ^ АО «Центр ЮрИнфоР», 2002. – 639 с.
19. Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве : [учебное пособие по специальному курсу] : в 2 т. / В.А. Белов. – М. : ЮрИнфоР, 2007. – 809 с.
20. Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка / А.В. Габов. – М. : Статут, 2011. – 1104 с.
21. Карагусов Ф.С. Ценные бумаги и деньги как объекты гражданских прав : [учебное пособие] / Ф.С. Карагусов. – Алматы : Научно-издательский центр КОУ, 2009. – 232 с.
22. Кириллова А.В. Виды субъективных гражданских прав, удостоверяемых ценными бумагами : автореф. дисс. … канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» / А.В. Кириллова. – Владивосток, 2011. – 22 с.
23. Абдулкадыров С.С. Правовое регулирование долговых и произведенных ценных бумаг в России : автореф. дисс. … канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» / С.С. Абдулкадыров. – Москва, 2012. – 23 с.
24. Толчинський М.А. Правовое регулирование биржевых сделок на фондовом рынке : автореф. дисс. … канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» / М.А. Толчинский. – Москва, 2007. – 21 с.