

Буквич А.В.*

КОЛІЗІЙНИЙ МЕТОД РЕГУЛЮВАННЯ КЛІРИНГОВО-РОЗРАХУНКОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В ACQUIS ЄС ВІДПОВІДНО ДО ДИРЕКТИВ 98/26 ЄС

The world experience shows that applying of new technologies and modern financial instruments as operation guarantee for the capital markets is impossible without cooperation of market's components as the settlement finality and depositary systems are. Thus, the analysis of existing mechanisms of settlement system functioning is the main goal of this Article.

Key words: settlement finality payments; depositary system; capital markets.

Мировой опыт показывает, что использование новых технологий и современных финансовых инструментов для обеспечения функционирования фондового рынка не возможно без построения взаимодействия системного комплекса взаимосвязанных институтов рынка капитала, которыми выступает депозитарная и расчетно-клиринговая деятельность. Таким образом, анализ существующих механизмов функционирования расчетно-клиринговой деятельности было поставлено как цель данной статьи.

Ключевые слова: расчетно-клиринговая деятельность; депозитарная система; рынок капитала.

Світовий досвід свідчить, що використання новітніх технологій та сучасних фінансових інструментів для забезпечення функціонування фондового ринку неможливе без налагодження взаємодії системного комплексу взаємопов'язаних інститутів ринку капіталу, яким виступає депозитарна та розрахунково—клірингова діяльність. Таким чином, аналіз існуючих механізмів функціонування розрахунково-клірингової діяльності було поставлено за мету дослідження даної статті.

Ключові слова: розрахунково-клірингова діяльність; депозитарна система; ринок капіталу.

Метою дослідження є знаходження оптимальної колізійної норми для визначення права, що застосовується до правовідносин, які виникають в рамках розрахунково-клірингової діяльності трансакцій з цінними паперами та дослідження механізму розрахунків в трансакціях з цінними паперами. Відповідні дослідження мають не лише наукове, але і практичне значення, оскільки результатом дослідження є також внесення пропозицій до законодавства України з даного питання. В рамках мети було поставлено завдання зробити порівняльний аналіз Директиви ЄС 98/26 ЄС про остаточний розрахунок в платіж-

* аспірант кафедри міжнародного приватного права Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Науковий керівник: проф. Кисіль.В.І.

них системах та системах розрахунків з цінними паперами (19 травня 1998 року) і законодавства України у відповідній сфері. Актуальність даного дослідження обумовлена збільшенням обсягу трансакцій з цінними паперами в рамках системи непрямого володіння цінними паперами, як результат необхідністю пошуку зручних та швидких способів розрахунків для обох сторін трансакцій та законодавче відображення таких способів у праві Європейського Союзу та України. Обрана тема є не достатньо розробленою в Україні і, як правило, згадується лише в контексті дослідження директив Європейського Союзу у сфері регулювання цінних паперів. Таким чином, новизна дослідження полягає в удосконаленні та адаптації вже існуючого механізму розрахунково-клірингової діяльності права ЄС до сучасного стану правовідносин між сторонами трансакцій з цінними паперами та розробка пропозицій щодо удосконалення законодавства України у відповідній сфері.

Кліринг та розрахунки є процесами, за допомогою яких здійснюються торгівельні операції між двома сторонами і які гарантують, що кожна сторона угоди отримає очікуваний результат від виконаної трансакції. Предметом такої угоди може бути купівля-продаж цінних паперів і в такому випадку використання клірингового механізму буде свідчити, що цінні папери доставлені за призначенням, а платіж здійснено. Як правило, кліринг та розрахунки залишаються непоміченими для кінцевого інвестора, але саме ці процеси є основою операцій на ринку цінних паперів [1]. Механізм цього процесу розпочинається з укладання контракту купівлі-продажу цінного паперу. Після підтвердження деталей укладення угоди та відповідних зобов'язань, інформація про угоду надсилається до клірингової палати, яка аналізує одержану інформацію та повідомляє брокера та/або дилера про результат такого аналізу. Після успішної звірки умов угоди здійснюється розрахунок, як правило, шляхом зарахування зустрічних зобов'язань між брокерами та/або дилерами обох сторін щодо конкретного цінного паперу. Взаємозалік зустрічних вимог спрощує процес відповідних розрахунків. Таким чином, мета системи клірингу та розрахунків – надійна торгівля. Ризики мінімізуються за рахунок системи «поставки проти платежу» відповідно до якої поставка цінних паперів відбувається одночасно з переказом коштів. Відомо, що принцип «поставка проти платежу» вважається ефективним механізмом забезпечення виконання зобов'язань по трансакції. Він покладений в основу багатьох міжнародних документів та є основою виконання зобов'язань за законодавством України.

Як відомо, розрахунково-клірингова діяльність в рамках трансакцій з цінними паперами в останні роки почала досить активно розвиватись. Така діяльність забезпечує фундамент функціонування ринку цінних паперів. Значною мірою процедури обліку, клірингу та розрахунків визначають дієвість та ефективність фондового ринку і допомагають забезпечити цілісність ринку, знизити рівень ризику та заощадити значні кошти [2]. Ще в 1990 році в звіті «Ламфалуссі» дана проблема була показана як основна та займала значну частину даної доповіді. На підставі звіту ЄС було розроблено ряд документів, основним із яких є Директива 98/26 ЄС, основний документ, яким регулюється здійснення розрахунково-клірингової діяльності в ЄС.

Директива 98/26 ЄС Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу про незворотність розрахунків у платіжних системах та системах розрахунків по цінних паперах (далі – «Директива») була прийнята 19 травня 1998 року. Директива розроблялась та приймалась на основі звіту «Ламфалуссі» за 1990 рік, який був направлений головам правлінь центральних банків Групи G-10 «десяти країн».

Важливо, що в Директиві містяться відповідні норми, які стосуються права, що має застосовуватись до конкретного аспекту правовідносин, які виникають між сторонами з

приводу розрахунків за цінними паперами на певній стадії трансакції. Такими статтями, які містять відповідні колізійні норми, є стаття 8 та 9 відповідно. Варто зауважити, що в Директиві визначені окремі колізійні норми в залежності від типу правовідносин, що склалися між сторонами. Наприклад, Maisie Ooi у своїй роботі «Shares and other securities in the conflict of laws rules» говорить про досить обмежену кількість колізійних норм, які можна застосовувати до відповідних правовідносин визначених в Директиві. Дійсно, в Директиві містяться лише дві колізійні норми, в статті 8 та 9 (2). Колізійна норма статті 9 застосовується до заставодержателів майнового забезпечення по відношенню до цінних паперів. Зазначено, що у випадках, коли цінні папери (включаючи права на цінні папери) надаються як майнове забезпечення учасникам та/або центральним банкам держав-членів ЄС і їх право (або право будь-якої названої особи, агента або третьої сторони, що діє від їх імені) щодо цінних паперів в передбаченому законом порядку записується в реєстрі, рахунковій або центральній депозитній системі, розташованій в державі-члені ЄС, визначення прав таких осіб як заставодержателів майнового забезпечення по відношенню до цих цінних паперів визначається законодавством цієї держави-члена ЄС. Друга колізійна прив'язка Директиви міститься в статті 8 відповідно до якої, у випадку, якщо процедури банкрутства розпочаті проти учасника системи, права та обов'язки, що виникають за участі такого учасника або у зв'язку з нею, визначаються законодавством, яке регулює діяльність системи.

Нижче я пропоную розглянути окремо кожен з двох колізійних прив'язок та визначити особливості застосування відповідних колізійних норм порівнюючи їх з Гаазькою Конвенцією, що застосовується до деяких прав на цінні папери, які знаходяться у володінні посередника.

Для того, щоб детально дослідити кожен з колізійних норм, необхідно визначити контекст їх застосування. Колізійні норми Директиви застосовуються лише до правовідносин в рамках системи в розумінні Директиви. В Директиві під системою слід розуміти формальну угоду або домовленість, яка відповідає трьом основним ознакам визначеним в Директиві. По-перше, така угода має бути підписана між трьома та більше учасниками, не враховуючи можливої участі агента з питань розрахунків, центрального контрагента, клірингового центру або непрямого учасника, яка має загальні правила та стандартизовані угоди для виконання платіжних доручень між учасниками. По-друге, така угода має регулюватись обраним учасниками системи законодавством держави-члена ЄС, проте, учасники можуть обрати тільки законодавство держави-члена ЄС, де знаходиться керівний орган, принаймні одного із учасників. По-третє, така домовленість не має порушувати інші, більш суворі умови виконання подібних трансакцій, що закладені у національному законодавстві і доведені до відома Комісії державою-членом, законодавство якої застосовується, після того, як така держава-член переконується в адекватності правил системи по відношенню до *acquis* ЄС.

В залежності від вищезгаданих умов, держава-член може визначити як систему таку офіційну домовленість, діяльність якої полягає у виконанні доручень на переказ коштів, і яка в обмеженому обсязі виконує доручення стосовно інших фінансових механізмів, якщо така держава-член вважає, що таке призначення є виправданим з точки зору системного ризику. Положення Директиви не перешкоджають учаснику чи третій стороні застосовувати будь-яке право або вимогу, що виникають з відповідної операції, які вони можуть мати по закону, щодо відновлення доручення на переказ, яке ввійшло в систему, наприклад, у випадку шахрайства чи технічної помилки, поки це не призводить ні до неттингу, ні до переміщення доручення на переказ у системі. Відповідно в преамбулі Ди-

рективи 98/26 зазначено необхідність забезпечення заборони відміни доручення після певного моменту часу, визначеного правилами системи.

В той же час предмет Директиви 98/26 не обмежується механізмом створення системи для здійснення розрахунків в межах самої системи. Відповідна Директива охоплює і заставу, що надається у зв'язку з операціями центральних банків держав-членів, які діють як центральні банки, у тому числі з операціями з монетарної політики. В контексті розуміння визначення права, що застосовується до застави цінних паперів, важливо дослідити поняття застави, яким оперує відповідна Директива. Так, відповідно до статті 2 Директиви «застава» означає усі активи, які можуть бути реалізовані та які надаються в заставу, угоди репо або подібні їм, чи інші механізми, з метою забезпечення прав і обов'язків, які потенційно виникають у зв'язку із системою, або надаються центральним банкам держав-членів чи майбутньому Європейському центральному банку. Відповідно до Директиви, держава-член ЄС може також в індивідуальному порядку обрати в якості системи таку формальну угоду між двома учасниками, не рахуючи центрального контрагента, клірингового центру або непрямого учасника, у разі, коли ця держава-член ЄС вважає цей вибір виправданим в силу системного ризику. По-друге, як можна побачити із змісту статті 9 (1) та (2) застосування колізійної норми при наданні забезпечення може бути можливе лише за умов визначених у відповідній статті 9 Директиви.

Щодо колізійного регулювання, визначеного в Директиві, то з першого погляду колізійна норма визначена в статті 9 Директиви є досить простою та зрозумілою. Так, відповідно до статті 9 на права учасників на заставу та на права центральних банків держав-членів або майбутнього Європейського центрального банку на заставу, надану їм, не впливає процедура банкрутства по відношенню до учасника або партнера центральних банків держав-членів чи майбутнього Європейського Центрального Банку, який надав відповідну заставу. Отже, якщо цінні папери, у тому числі права на цінні папери, надаються в якості застави учасникам та/або центральним банкам держав-членів чи майбутньому Європейському центральному банку і якщо їх право стосовно цих цінних паперів є юридично зареєстрованим в реєстрі, рахунку або централізованій депозитарній системі, розміщеній у державі-члені, визначення прав таких суб'єктів як держателів застави по відношенню до таких цінних паперів повинно визначатись законодавством такої держави-члена. Таким чином, дане положення як основна колізійна прив'язка щодо визначення обсягу прав заставодержателів цінних паперів закріплює норму, що відсилає до права держави, у якій здійснюється облік прав на цінні папери, що виступають предметом застави. Як загальне правило, даний принцип відповідає підходу щодо колізійно-правового регулювання обігу бездокументарних цінних паперів, який закріплено у Гаазькій Конвенції з цінних паперів, що застосовується до певних прав на цінні папери, які знаходяться у володінні посередника («Гаазька Конвенція»), проте з деякими застереженнями, що будуть дослідженні нижче [3]. Варто зауважити деякі обмеження застосування відповідної статті, а саме: положення статті 9 застосовується тільки до системи реєстрації, обліку чи централізованої системи депозитів, яка свідчить про наявність прав на поставку чи переказ відповідних цінних паперів; застава повинна бути ізольована від впливу законодавства щодо неплатоспроможності, яке застосовується до неплатоспроможності учасника.

Відповідну колізійну норму Директиви 98/26 можна сформулювати таким чином, що права власника майнового забезпечення визначаються правом держави-члена, де ведеться облік прав на майнове забезпечення у вигляді цінних паперів. Визначити місце ведення обліку не є складним. Більше того, завдання знаходження місця полегшується, оскільки фактично це є принципом PRIMA, оскільки як правило такий облік ведеться посередником

власника майнового забезпечення. Виникає питання щодо основної відмінності PRIMA в розумінні Директиви та в розумінні Гаазької Конвенції з цінних паперів. Спільним є те, що і Директива, і Гаазька Конвенція з цінних паперів беруть за основу місцезнаходження посередника. Проте, існує основна відмінність у формулюванні основної прив'язки, або факту, що пов'язує сторони угоди рахунку в цінних паперах. Якщо, ми говоримо про Директиву, то основним фактором визначення колізійної прив'язки є «місцезнаходження рахунку», в той час коли Гаазька Конвенція такий фактор визначає як право обране сторонами, яким врегульований договір рахунку в цінних паперах. За відсутності такого фактору застосовуються інші фактори визначення права в межах колізійної прив'язки Гаазької Конвенції. Так, можна говорити про появу двох окремих прив'язок в рамках PRIMA, а саме *lex creation (intermediary)* та *lex creation (system)*. Таким чином, враховуючи різні форми прив'язки PRIMA, важливо визначити, який саме підхід норми закладений в статті 9 (2) Директиви. Наприклад, *Maisie OoI* визначає власні підходи принципу PRIMA для цілей застосування статті 9 (2) Директиви. Наприклад, прив'язка якою сторони самі визначають право, яким будуть регулюватись їх відносини, що, як правило, є правом посередника та право, відповідно до якого було зроблено запис про відповідне майнове забезпечення у вигляді цінних паперів. На думку *Maisie OoI* стаття 9 (2) Директиви є різновидом *lex creations*, що являє собою форму відмінну від PRIMA (*intermediary*) [4].

На думку деяких науковців принцип визначений в Директиві є більш прийнятним. Так, наприклад, на думку *Maisie OoI* фактор, який пов'язує сторони угоди та посередника є більш зрозумілим і у більшості випадків призводить до вибору права однієї держави або однієї системи. З іншого боку, в Гаазькій Конвенції обрано велику кількість пов'язуючих факторів, які закладені в субсидіарних прив'язках, застосування яких може призвести до вибору права декількох держав, що є досить складним та незручним механізмом для визначення права, що застосовується до прав на цінні папери.

Проте, безумовно є противники підходу визначеного в Директиві. Пропоную зупинитись на деяких контраргументах. По-перше, виконання зобов'язань може бути забезпечене в різний спосіб, і не завжди є очевидним, що права позичальника на цінні папери обліковуються саме у безпосереднього посередника позичальника. Також, з розвитком інформаційних технологій, не можливо точно визначити, де саме знаходиться рахунок в цінних паперах, більше того, цілком можливо, що місце ведення обліку (реєстрації) самих цінних паперів не є місцем обліку прав на відповідні цінні папери. По-друге, не зважаючи на загальноприйнятий підхід, що норма визначена в Директиві призводить до вибору єдиного права, стаття 9 (2) не надає впевненості даному загальноприйнятому твердженню. По-третє, не зрозуміла сфера застосування даної колізійної прив'язки. Не менш важливим є те, що у Директиві не виключене зворотне відсилання та відсилання до права третьої держави, що є недопустимим в новітніх міжнародних документах, оскільки це ускладнює застосування відповідних колізійних прив'язок. Далі я пропоную розглянути на конкретних прикладах контраргументи до підходу визначення права, закладеного в Директиві.

Варто зауважити, що відповідна стаття 9 (2) не розповсюджується на всі правовідносини, без виключення. Існує принаймні три виключення на які відповідна норма щодо вибору права не розповсюджується, а саме: (а) майнове забезпечення щодо цінних паперів записується в реєстрі, рахунковій або централізованій депозитарній системі в країні не члені ЄС. Варто зазначити, що загальним рекомендованим правилом є закріплення положення, що запис про зберігання цінних паперів має співпадати з місцем розташування посередника. Такий висновок можна зробити з пункту 20 преамбули Директиви. Фактично даний пункт є юридичним закріпленням положення, яким резюмується співпадіння місце

ведення реєстрації та місцезнаходження посередника. Один із провідних науковців з даного питання Maisie Ooi зазначає, що відповідні положення є лише «попередньою кваліфікацією» застосування статті 9 (2) Директиви. Таким чином, для вирішення проблеми застосування права, варто знайти місцезнаходження відповідного запису по рахунку в цінних паперах, та застосувати право країни запису для визначення природи прав на цінні папери та чинність права власності на цінні папери, що зберігаються на рахунку в цінних паперах. У випадку, якщо визначити право власності на цінні папери та природу відповідних прав не можливо, тоді статтю 9 (2) застосовувати не можна. В такому випадку, колізійна норма визначається відповідно до традиційного підходу англосаксонської системи права, а саме *lex rei sitae*. Наступними виключеннями є визнання недійсним забезпечення державою, в якій зроблено запис про майнове забезпечення та у випадку коли держава суду є державою учасницею, в якій розміщені цінні папери або існують права на них.

У таких випадках застосування статті 9 (2) Директиви має бути досліджено більш детально. Варто зауважити, що перше та друге виключення є результатом імперативної норми, що міститься в статті 9 (2) та розкриває основні вимоги щодо застосування відповідної статті. Варто зазначити, що у подібних випадках також застосовується колізійна прив'язка *lex situs* або *lex incorporations*.

Щодо невирішених питань в Директиві варто зазначити про відсутність будь-якої згадки щодо виключення зворотного відсилання у застосуванні колізійних норм Директиви. Як відомо, виникнення зворотного відсилання при застосуванні колізійних норм спричиняє ряд проблем. Питання виключення зворотного відсилання є настільки очевидним, що у доктрині склалась теорія про «презумпцію виключення зворотного відсилання». Більше того, на думку Maisie Ooi структура побудови колізійних норм Директиви є такою, що розумне застосування таких колізійних норм виключає можливість виникнення *renvoi*. Так, колізійні норми Директиви відправляють лише до права держави-члена, які в свою чергу адаптували уніфіковане застосування колізійних та матеріальних норм по даному питанню. Отже, всі держави-члени будуть застосовувати єдині колізійні норми, уніфіковане застосування яких не може призвести до виникнення зворотного відсилання. Проте науковці не повністю виключають застосування зворотного відсилання відповідно до доктрини. Так, наприклад, Maisie Ooi використовує термін «випадкове застосування», який полягає у непередбачуваних ситуаціях застосування права визначеного в статті 9 (2), що тягне за собою визнання майнового забезпечення недійсним. Для уникнення негативних наслідків, до яких може призвести застосування зворотного відсилання, необхідно або взагалі виключити даний інститут, або закріпити в Директиві обмеження на його застосування.

Важливо також провести аналіз першої частини статті 9 Директиви, яка визначає права на майнове забезпечення у випадку початку процедури банкрутства проти учасника системи або контрагента центральних банків держав-членів ЄС або майбутнього Європейського центрального банку, який надає майнове забезпечення. Перша частина статті 9 містить посилання на матеріальну норму права відповідно до якої таке майнове забезпечення в результаті банкрутства учасника використовується для задоволення прав на відповідне майнове забезпечення. Основна мета даної норми забезпечити задоволення прав учасника системи щодо відповідного майнового забезпечення. Питання вибору права в даній статті можна тлумачити двозначно, оскільки прямої відповіді на питання, яке право застосувати при процедурі банкрутства норма не дає. В свою чергу стаття містить норму «від заперечення». Відповідно, виникає питання, яку колізійну норму застосувати: або право системи, оскільки така норма, як правило, застосовується при процедурі банкрут-

ства, або, відповідно, право держави-члена, де міститься запис про майнове зобов'язання, оскільки така колізійна норма застосовується до майнового забезпечення. Відповідно до офіційного тлумачення норми можливо застосовувати дві колізійні норми, оскільки статтею не визначено точне їх застосування.

В контексті застосування колізійних норм при процедурі банкрутства заслуговує на увагу стаття 8 Директиви. Із статті можна зробити висновок, що у випадку процедури банкрутства, що розпочалась проти учасника відповідної системи, права та обов'язки, що можуть виникнути в результаті процедури, визначаються правом відповідної системи. Не зважаючи на визначення відповідної колізійної норми, як основної при визначенні права, що має застосовуватись до прав та обов'язків в Директиві, в доктрині існують деякі суперечки щодо однозначності при застосуванні відповідної норми. Так, на думку деяких авторів, право системи навряд чи можна назвати правом, що має найбільш тісний зв'язок з учасником [5]. Наприклад, в країнах англосаксонської системи права, право системи дійсно визначається як найбільш тісний зв'язок з транзакцією та учасником, тобто фактично *lex proper*. Прихильники застосування права системи серед переваг зазначають про відсутність складнощів у застосуванні права системи, оскільки сторони обрали право системи на більш ранньому етапі і відповідно документи сторін вже адаптовані до права системи.

Стаття 8 Директиви покликана замінити застосування законодавства з питань банкрутства держави, де була розпочата відповідна процедура, тобто виключити застосування *lex concursus* та замінити застосуванням правом системи. Серед переваг застосування *lex concursus* можна назвати надання кожної зі сторін можливості знати заздалегідь ті процедури, які будуть застосовуватись при банкрутстві будь-якої сторони транзакції. Оскільки застосування права держави, де розпочата процедура банкрутства, викликає незручності для сторін пов'язані із вивченням законодавства такої іншої сторони.

Більш суттєве питання виникає з приводу обсягу прав, які визначаються правом системи у випадку банкрутства однієї зі сторін. Наприклад, давайте порівняємо формулювання статті 9 (1) Директиви з питань банкрутства 1346/2000 від 29 травня 2000 року та відповідну статтю 8 Директиви. В статті 1346/2000 Директиви з питань банкрутства зазначено, що «...наслідки процедури банкрутства щодо прав та обов'язків сторін з приводу розрахунків та фінансових ринків регулюється правом держави члена в рамках відповідної системи» [6].

Тобто, різниця полягає в тому, що стаття 9 (1) Директиви з питань банкрутства застосовує право системи для визначення визначеного кола прав та обов'язків, а саме тих, що виникають з приводу розрахунків та фінансових ринків. В той час як стаття 8 Директиви містить посилання на «права та обов'язки» без аналогічного уточнення. Подібний принцип закріплений і в нормативно-правових актах Англії, що є підтвердженням закріплення відповідного підходу вузького тлумачення прав та обов'язків держав англосаксонської системи права.

Цікаво, що деякі автори після дослідження відповідної норми пишуть про те, право системи виникає на противагу принципу PRIMA, і не є його різновидністю. Так, Maisie Ooi в своїй книзі «Shares and other securities in the conflict of laws rules» пише наступне: «...таким чином, буде не коректно говорити, що право визначене в Директиві для застосування в непрямій системі володіння цінними паперами, є правом безпосереднього посередника або PRIMA».

Підсумовуючи проблемні питання висвітлені в Директиві, можна зауважити, що питання вибору права в Директиві є досить складним та багатоступеневим процесом, який

потребує детального аналізу відповідних статей Директиви. В доктрині навіть узвичаїлась думка про те, що вибір колізійної норми в Директиві є «фрагментарним». Наприклад, норма статті 9 (2) не завжди призводить до вибору єдиного права для визначення прав та обов'язків сторін трансакції. На противагу стаття 8 містить досить зрозумілий механізм, але застосовується лише до вузького кола питань, які стосується визнання неспроможності та банкрутства. Виникають проблеми і при пред'явленні вимог декількома сторонами на одне майнове забезпечення, оскільки в статті 9 (2) не міститься вирішення відповідної проблеми.

Загалом, Директива 98/26 стала надійним підґрунтям у формуванні правової основи для платіжних систем і систем розрахунків за цінними паперами. Впровадження відповідної Директиви виявило можливість обмеження системних ризиків, внутрішньо властивих таким системам, що виникають внаслідок різного впливу законодавств кількох держав.

1. Ю.В. Безручко, О.М. Вінник, М.О. Глозов, О.В. Кологойда. Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та в Україні. – К.: Центр Учбової Літератури, 2007. – С. 83.
2. Хоружий С. Про деякі проблеми ринку цінних паперів//Фінансові ризики. – 2000. – №2.
3. Виговський О. Правове регулювання застави цінних паперів у законодавстві ЄС//Цінні папери України.-2006.-№26.- С.18
4. Maisie Ooi, Shares and other securities in the conflict of laws rules, Oxford University Press, 2003.
5. Maisie Ooi, The choice of a Choice of Law Rule, Intermediated Securities, Legal Problems and Practical Issues, Oxford, Hard Publishing, 2010
6. Директива з питань банкрутства (увійшла в силу 31 травня 2002 року), параграф 12.110.