

АНАЛІЗ ТЕОРЕТИЧНИХ ЗАСАД ФОРМУВАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

**Сергій
Хоружий,**
науковий
консультант
УІРФР, член КЕР
ДКЦПФР і
Держфінпослуг

Розвиток ринкових відносин потребує забезпечення більш швидкого фінансування діяльності всіх суб'єктів економічних відносин та спричиняє виникнення фінансових посередників, які сприяють прискоренню руху фінансових ресурсів між суб'єктами економічних відносин, та формування відповідних ринків фінансових послуг, таких як ринок цінних паперів. Основним каналом позитивного впливу розвитку ринку цінних паперів на економічне зростання служить збільшення інвестицій і підвищення загальної продуктивності засобів виробництва. Розвинений ринок цінних паперів особливо важливий для тих країн або секторів економіки, які, не маючи достатніх власних джерел накопичення, особливо сильно потребують зовнішнього фінансування. Перерозподіл фінансових ресурсів через функціонуючий ринок цінних паперів може робити вплив не тільки на темпи зростання економіки, але і на її структуру. Таким чином, зміцнення ринку цінних паперів служить необхідною передумовою відходу від «сировинної» моделі розвитку і створення умов для розширення критично важливого сектора малих і середніх підприємств, що динамічно розвиваються.

Ефективність перерозподілу фінансових ресурсів через функціонуючий ринок цінних паперів забезпечується формуванням біржової торгівлі цінними паперами, яка організовується торговцями для полегшення процесу торгівлі і створення ефективного механізму визначення реальної ціни на цінні папери. Головне в біржовій торгівлі — створення можливості для великого числа допущених до торгів покупців та продавців одного і того ж стандартизованого товару, зокрема, цінних паперів, домовитися про прийнятну на нього ціну.

Для цілей нашого дослідження доцільно проаналізувати, які саме цінні папери можуть бути об'єктом біржового обігу.

З часу першого у історії фінансів випуску паперових акції Об'єднаною Ост-Індською компанією у Амстердамі (1606 рік) багатомісячний розвиток цінних паперів призвів до появи нових фінансових інструментів, які випускаються у різних формах. Це в свою чергу стимулювало формування необхідної правової бази для обігу цінних паперів. Грунтуючись на результатах досліджень

вітчизняної юридичної і економічної науки та нормам українського законодавства, на нашу думку, доцільно здійснити відповідний правовий аналіз і певну класифікацію різноманітних форм та видів цінних паперів.

Радянське загальне законодавство не встановлювало визначення цінних паперів. В цивільних кодексах колишніх соціалістичних республік було визнано, що цінні папери взагалі можуть існувати. Держава була єдиним емітентом паперових державних облігацій.

Ринкові перетворення в Україні вимагали для функціонування ринкової економіки формування відповідного правового забезпечення для обігу цінних паперів. Українське законодавство ґрунтовно класифікує основні правові засади існування цінних паперів. Відповідно до статті 179 Цивільного кодексу України [1] (далі – ЦК) річчю є предмет матеріального світу, щодо якого можуть виникати цивільні права та обов'язки, зокрема, виникнення щодо речей правовідносин власності. В статті 177 ЦК наведено перелік видів об'єктів цивільних прав «речі, у тому числі гроші та цінні папери, інше май-

но, майнові права, результати робіт, послуги, результати інтелектуальної, творчої діяльності, інформація, а також інші матеріальні і нематеріальні блага». Оскільки згідно статті 190 ЦК окрема річ, сукупність речей, а також майнові права та обов'язки вважаються майном, перераховані у ст. 177 ЦК речі, гроші, цінні папери, майнові права охоплюються єдиним поняттям «майно».

Характеристика цінних паперів як майна наведена у главі 14 ЦК, яка містить норми, що регулюють лише загальні для всіх цінних паперів питання. Особливості розміщення та обігу цінних паперів регулюються спеціальними нормами законодавства України. До спеціальних актів законодавства віднесено Господарський кодекс України [2] (далі – ГК), Закони України «Про цінні папери і фондовий ринок» [3], «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [4], «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про акціонерні товариства», «Про обіг векселів в Україні», «Про господарські товариства», «Про банки і банківську діяльність», «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», «Про іпотеку», «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати», «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю», «Про забезпе-

чення вимог кредиторів та реєстрацію обтяжень», Декрет КМ України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» тощо.

Визначення цінного паперу наведено у частині 1 статті 194 ЦК, у абзаці 2 частини 1 статті 163 ГК та статті 3 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок». По суті, ці визначення є тотожними.

Відмінність ЦК[1] і Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» [3] від ГК [2] полягає у встановленні особи, яка може випускати (видавати, розміщувати) цінний папір, – чи юридична/ фізична особа, чи суб'єкт господарювання (Табл. 1).

З цих визначень випливає, що для будь-якого цінного паперу характерними є такі ознаки [5]:

1) цінним папером є документом встановленої форми;

2) документ має містити відповідні реквізити;

3) документ має посвідчувати грошове або інше майнове право яке визначає взаємовідносини між особою, яка його випустила (видала), і власником та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення;

4) документ передбачає можливість передачі прав, що впливають з нього, іншим особам.

Стосовно першої ознаки, будь-який цінний папір являє собою «документ», спроможний служити доказом наявності правовідносин, що мають певні правові наслідки, в Україні, як і в інших країнах, цінні папери можуть існувати у

Таблиця 1.

Аналіз визначення поняття «цінні папери»

стаття 194 ЦК	Стаття 3 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок»	стаття 163 ГК
Цінним папером є документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право і визначає взаємовідносини між особою, яка його випустила (видала), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його випуску, а також можливість передачі прав, що впливають з цього документа, іншим особам	Цінні папери - документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що впливають із цих документів, іншим особам	Цінним папером є документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право і визначає відносини між суб'єктом господарювання, який його випустив (видав), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його випуску, а також можливість передачі прав, що впливають з цього документа, іншим особам

формі паперових документів, або на електронних носіях. Ці форми існування цінних паперів українським законодавством (стаття 195 ЦК, Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [4]) визначаються «документарною» та «бездокументарною» формою цінного паперу.

Форми випуску цінних паперів регулюються Законом України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [4]. Згідно статті 4 цього закону цінні папери, обіг яких дозволено на території України, і цінні папери, на які поширюється дія законів України, можуть розміщуватися в «документарній» та «бездокументарній» формах. Відповідно до статті 1 «документарною» формою цінного паперу є сертифікат цінного паперу, що містить реквізити відповідного виду цінних паперів, дані про кількість цінних паперів та засвідчує сукупність прав, наданих цими цінними паперами, а «бездокументарною» формою цінного паперу є здійснений зберігачем обліковий запис на «рахунку у цінних паперах».

Форма цінного паперу не впливає на об'єм прав за цінним папером, тобто на зобов'язальні відносини між власником цінного паперу та особою, зобов'язаною за цінним папером (емітентом). Однак, форма цінного паперу впливає на порядок обліку та передачі прав за цінними паперами і, фактично, зумовлює необхідність спеціально для обігу цінних паперів формування окремої системи обліку Національної депозитарної системи України.

Другою ознакою цінних паперів є наявність у них відповідних реквізитів. Ця вимога конкретизується у понятті «вимоги до цінного паперу», які встановлені ст. 196 ЦК. Законодавець чітко визначає, що обов'язкові реквізити цінних паперів, вимоги щодо форми цінного паперу та інші необхідні вимоги встановлюються законом. У той же час документ, який не містить обов'язкових реквізитів цінних паперів і не відповідає формі, встановленій для цінних паперів, не є цінним папером. Ця стаття базується на одному з законів діалектики – єдності форми та змісту. Цінним папером є зміст (певний об'єм прав), який може існу-

вати певній формі (сертифіката або певного коду на рахунку у цінних паперах) [5].

Третьою ознакою цінних паперів є та, що цінний папір має «посвідчувати грошове або інше майнове право яке визначає взаємовідносини між особою, яка його випустила (видала), і власником та передбачають виконання зобов'язань з умовами їх розміщення». Тобто, цінні папери набувають певну цінність завдяки правам, що закріплені документом. Цінний папір «сам по собі не має цінності, якщо не врахувати для «документарної» форми цінного паперу матеріалу, з якого він зроблений, і стає цінним лише завдяки тому праву, виразом якого він є» [5]. Саме дуалістична природа цінних паперів породжує постійну суперечку в юридичній науковій літературі з приводу відповіді на питання: цінний папір – річ чи сукупність прав, майно чи зобов'язання? Для цілей нашого дослідження важливо провести детальний зазначеної вище третьої ознаки цінних паперів [6].

Якщо у особи (боржника) виникне бажання залучити кошти іншої особи (кредитора) боржнику необхідно взяти на себе певні зобов'язання. Правові взаємовідносини кредитора і боржника оформляються договором. Як елемент зобов'язального права, договір підтверджує, з одного боку, одержання боржником коштів кредитора, а з іншого боку - зобов'язання боржника перед кредитором такі як: право кредитора на частку в майні боржника, право на участь у керуванні підприємством-боржником, право на одержання прибутку, тощо. У разі, якщо у кредитора виникає бажання передати свій договір іншій особі, він не може буквально «продати договір». Цивільне континентальне право визначає принципи уступки кредитором та переводу боржником боргу. Для «продажу» укладеного договору кредитор переводить право вимоги на іншу особу шляхом укладання відповідного договору або переукладання старого договору у простій письмовій формі. Така операція потребує певного часу та коштів. Наприклад, в українському законодавстві така процедура передбачена для «продажу» участі у товаристві з обмеженою відповідальністю.

Вкрай низька «оборотоздатність» договору саме і стала причиною появи цінних паперів [6]. Дефініція «цінний папір» є дослівним перекладом німецького слова *wertpapier*: *wert* – дорогий, вартісний, достойний; *Papier* – папір, документ, посвідчення.

ЦК відносить цінні папери до речей, які характеризуються сукупним поняттям «майно». Іноді цінні папери розглядаються як певний «замінник» грошей. Однак, наявність цінних паперів і грошей в одному переліку у ст. 177 ЦК не дозволяє ставити знак рівності між цінними паперами та грошами. Так на відміну від акції наявність грошей не надає права приймати участь у загальному управлінні емітентом – центральним банком, а на відміну від облігації наявність грошей у кишені не забезпечує виплату доходу.

Для перерахованих у ст. 177 ЦК речей, грошей, цінних паперів, майнових прав, які охоплюються єдиним поняттям «майно», статтею 317 ЦК встановлено, що власникові належать права володіння, користування та розпорядження своїм майном. Ця сукупність складових права власності потребує певного пояснення у відношенні до цінних паперів.

Правом володіння визнається юридично забезпечена можливість фактичного безпосереднього панування власника над річчю. У разі, якщо мова іде про цінний папір – панування власника має відношення саме до речі – документу встановленої форми з відповідними реквізитами.

Правом розпорядження визнається юридично забезпечена можливість визначити долю речі (юридичну або фактичну). Стосовно цінного паперу у даному випадку мова також іде про власне форму цінного паперу – документ.

Правом користування визнається юридично забезпечена можливість власника здобувати з майна, що йому належить, його корисні властивості для задоволення своїх особистих та майнових потреб. Це право є найбільш значимим для визначення «цінності» цінного паперу. У даному випадку корисні властивості самого паперового чи електронного документу як форми існування цінного паперу власника цікавлять менше ніж можливість користу-

вання правами, які закладені емітентом у цінному папері. Так, власник акції користується правом участі у загальних зборах емітента, правом отримати дивіденди, а також – отримує право отримати частку в разі проведення процедури ліквідації емітента. Натомість, власник облігації користується правом отримати основну суму боргу і встановлений емітентом дохід.

Важливість права користування для власника цінного паперу можливо довести, якщо спробувати визначити «цінність» цінного паперу, емітента якого вже не існує. Паперові акції і облігації підприємств, що збанкрутіли або ліквідувалися, мають форму паперового документу. Право власності на такий документ закріплено за власником, який володіє і розпоряджається цінним папером як документом. Однак, користуватися своїм цінним папером власник може лише як матеріальною формою майна. Реалізувати своє право користування правами, які закладені були емітентом як його зобов'язання у цінний папір, власник не може оскільки не існує емітента. «Цінність» такого цінного паперу може оцінити лише колекціонер, а для інвестора такий цінний папір не представляє фінансового інтересу.

На наш погляд, засвідченні емітентом у цінному папері зобов'язання фактично визначають «цінність» цінних паперів для власника, який може їх реалізувати через право користування цінним папером [6]. У юридичній літературі такий дуалізм правової природи цінного паперу характеризується наявністю права власності на цінний папір і наявністю прав за цінним папером [5]. У цивільних правовідносинах щодо цінних паперів проявляється дуалізм речових (права, що складають зміст права власності на цінні папери – володіння, розпорядження та користування) та зобов'язальних прав, які випливають із права користування (права вимоги до особи, що розмістила або видала цінний папір) про виконання зобов'язань, які слідує з умов розміщення (видачі) цінних паперів.

Поєднання речових та зобов'язальних прав гармонізовано у визначенні цінного паперу, яке дається у ст. 194 ЦК та ст. 163 ГК. Цінним папером є документ. Саме документ є тим об'єк-

том цивільного права на яке розповсюджуються речові права (зокрема, право власності). Зобов'язальні права охоплюються у визначенні цінного паперу словами «грошовим або іншим майновим правом», і, на нашу думку, реалізуються через право користування цінним папером, як складову права власності на цінний папір.

З появою такого фінансового інструменту як цінний папір зобов'язальні права боржника (емітента цінних паперів) і кредитора (власника цінних паперів) набули майнової форми правовідносин [6]. На відміну від конкретизації взаємовідносин між боржником і кредитором, яка закладається у договорі, для цінного паперу характерна певна невизначеність сторони, якій адресуються зобов'язання емітента [6]. Хто ставав власником цінного паперу, той отримував права, що засвідчені цінним папером. Це дозволило відокремити обіг цінних паперів, які представляли собою зобов'язання емітента, від самого емітента а також зробити цей обіг більш вільним або публічним. Для цього у друкованому цінному папері були встановлені відповідні реквізити, що чітко встановлювали зобов'язання емітента перед власником цінного паперу. Саме такі цінні папери і сьогодні існують в багатьох країнах. Цінні папери були віднесені до майна, ще й тому, що історично вони існували у вигляді матеріального об'єкту, тобто друкувалися на папері. Із розвитком інформаційних технологій друковані цінні папери поступилися місцем електронним цінним «паперам» - документам, що підтверджують права власника цінного паперу і, так само як і паперові предтечі, засвідчують зобов'язання емітента.

Завдяки своїй майновій природі цінний папір став об'єктом цивільно-правових відношень. Майнових характер цінного паперу дозволив спростити процедуру укладання та виконання інвесторами угод з цінними паперами таких як договори купівлі, продажу, міни, дарування і, фактично, забезпечив підґрунтя для формування біржової торгівлі цінними паперами.

На нашу думку, суттєвою для цілей нашого дослідження є також четверта ознака цінних паперів щодо їх оборотоздатності, яка впливає з встановлен-

ня у ЦК вимоги щодо оборотоздатності об'єктів цивільних прав. Тобто, об'єктом цивільних прав може бути лише те, що має потенційну або реальну здатність бути об'єктом цивільного обороту. Під оборотоздатністю об'єктів цивільних прав розуміють можливість розпоряджатися цими об'єктами, якщо мова йде про об'єкт, що охоплюється поняття «рiч» (стаття 179 ЦК) та передавати права та обов'язки в порядку правонаступництва.

Згідно визначення цінного паперу за ст. 194 ЦК та ст. 163 ГК цінний папір, як документ, передбачає можливість передачі прав, що закріплені цим документом, іншим особам. У зв'язку з цим, цінними паперами не можуть розглядатися ті документи, які до дня набрання чинності ЦК вважалися цінними паперами, однак не передбачали можливість передачі прав за цінним папером іншим особам. Мова не йде про відміну існуючих інструментів ринку. Ці інструменти продовжують залишатися законними об'єктами цивільних прав, якщо відповідають вимогам ст. 177 та ст. 178 ЦК, або стають документами, які підтверджують існування певних юридичних фактів (процесуальними документами). Однак, такі документи втрачають статус цінного паперу [5], як наприклад, іменний оцадний сертифікат та приватизаційні папери, що не передаються іншим особам.

Передання прав за цінним папером визначається ст. 197 ЦК. Залежно від способу визначення правомочної особи (особи, якій належать права за цінним папером) проводиться класифікація цінних паперів на цінні папери на пред'явника, іменні та ордерні, наділяючи кожна з цих груп цінних паперів юридично значущими особливостями. Практичне значення такої класифікації виражається у наданні різного правового значення певному виду цінних паперів, а також у встановленні порядку передачі прав за цінним папером [5].

За результатами проведеного аналізу можливо дійти висновку, що оборотоздатність цінного паперу суттєво впливає не тільки на визначення кола допущених до біржового обігу цінних паперів, а визначає необхідність формування відповідної системи обліку для

цінних паперів, залежно від способу визначення правомочної особи, якій належать права за цінним папером.

Значна різноманітність цінних паперів робить необхідною для теорії і практики їх класифікацію з метою встановлення зв'язку між їхньою правовою природою і процесами біржового обігу цінних паперів. Існує декілька видів класифікації цінних паперів за різними критеріями, наприклад, за організаційно-правовою формою емітента, за змістом закріплюваних ними прав, відносно отримуваного доходу, за строком існування та місцем функціонування, за способом передачі прав, за визначенням правомочної особи тощо. Поділ цінних паперів на групи здійснено у ст. 195 ЦК. У цій статті здійснено фактично потрібний поділ цінних паперів: на групи, на види (без конкретизації) та на форми.

Для цілей нашого дослідження класифікація цінних паперів має проводитися в залежності від встановлених законодавством до цінних паперів обмежень стосовно їхнього обігу на біржовому ринку. Тому зупинимось на поділі у ст. 195 ЦК цінних паперів на групи.

В Україні в цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів: пайові цінні папери, боргові цінні папери, похідні цінні папери, товаророзпорядчі цінні папери та інші групи цінних паперів. Види цінних паперів та порядок їх обігу встановлюються законом. Це все, про що говориться в ЦК про поділ цінних паперів на види (ч. 2 ст. 195 ЦК). Окремі види цінних паперів встановлюються окремими законами, наприклад, сертифікати фонду операцій з нерухомістю (далі - сертифікати ФОН) – Законом України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю». Вимоги до окремих видів цінних паперів встановлені Законами України «Про інституту спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», «Про акціонерні товариства», «Про іпотечку», «Про іпотечні облігації», «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати». Особливості емісії (видачі), обігу та обліку заставних, іпотечних сертифікатів, іпотечних облігацій, сертифікатів ФОН, приватиза-

ційних, похідних, товаророзпорядчих цінних паперів та порядок розкриття інформації щодо них визначаються законодавством.

В Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів:

1) пайові цінні папери - цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів ФОН), надають власнику право на участь в управлінні емітентом (крім сертифікатів ФОН) і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН). До пайових цінних паперів відносяться:

- акції;
- інвестиційні сертифікати;
- сертифікати ФОН;

2) боргові цінні папери - цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти відповідно до зобов'язання. До боргових цінних паперів відносяться:

- облігації підприємств;
- державні облігації України;
- облігації місцевих позик;
- казначейські зобов'язання України;
- ощадні (деPOSITні) сертифікати;
- векселі;

3) іпотечні цінні папери - цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів. До іпотечних цінних паперів відносяться:

- іпотечні облігації;
- іпотечні сертифікати;
- заставні;

4) приватизаційні цінні папери - цінні папери, які посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду;

5) похідні цінні папери - цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів;

6) товаророзпорядчі цінні папери - цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах.

В актах законодавства України і, зокрема, в Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» конкретизуються вимоги до певних видів цінних паперів, зокрема, акцій, інвестиційних сертифікатів, облігацій підприємств, облігацій місцевих позик, державних облігацій України, казначейських зобов'язань України, іпотечних облігацій, іпотечних сертифікатів та сертифікатів ФОН.

У той же час, Законом України «Про цінні папери і фондовий ринок» передбачена також можливість розміщення ощадних (депозитних) сертифікатів - цінних паперів, які підтверджують суму вкладу, внесеного у банк, і права вкладника (власника сертифіката) на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав. Ощадні (депозитні) сертифікати розміщуються на певний строк (під відсотки, передбачені умовами їх розміщення). Ощадні (депозитні) сертифікати можуть бути іменними або на пред'явника. Іменні ощадні (депозитні) сертифікати розміщуються у бездокументарній формі, а на пред'явника - у документарній. Відступлення ощадного (депозитного) сертифіката здійснюється шляхом укладення договору між особою, що відступає права за сертифікатом, та особою, що набуває ці права. Доход за ощадними (депозитними) сертифікатами виплачується під час пред'явлення їх для оплати в банк, що розмістив ці сертифікати. У разі дострокового пред'явлення ощадного (депозитного) сертифіката до оплати банк виплачує суму вкладу та відсотки (за вкладами на вимогу), якщо умовами випуску сертифіката не передбачено інший розмір відсотків. На наш погляд, законодавчою проблемою може стати емісія ощадних (депозитних) сертифікатів у бездокументарній формі при складності застосування до таких цінних паперів поняття «випуск цінного паперу», а також законодавчі обмеження щодо оборотоздатності таких цінних паперів впливають на можливість обігу таких цінних паперів у біржовій торгівлі.

У Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» також визначені цінними паперами:

вексель - цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю). Векселі можуть бути прості або переказні та існують виключно у документарній формі (існує також поняття «податковий вексель (податкова розписка)» [7] і казначейський вексель [8]);

заставна - це борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання - право звернути стягнення на предмет іпотеки (форма і зміст заставної, порядок її передачі, умови реалізації прав та виконання обов'язків, за заставною визначаються ст.ст. 20-22 Закону України «Про іпотеку»);

приватизаційні цінні папери, які не повністю узгоджуються із Законом України «Про приватизаційні папери» від 6 березня 1992 року № 2173-XII, яким встановлено поняття «приватизаційні папери» - особливий вид державних цінних паперів, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду. З точки зору змісту «приватизаційні цінні папери» і «приватизаційні папери» тотожні і тому має бути встановлена однакова термінологія;

товаророзпорядчі цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах (статус товаророзпорядчих цінних паперів надано складським свідоцтвам та коносаментом ст. 16 Закону України «Про забезпечення вимог кредиторів та реєстрацію обтяжень»).

До векселів, заставних, приватизаційних цінних паперів, товаророзпорядчих цінних паперів відсутня можливість застосування поняття «випуск цінного паперу», що унеможлиблює їх обіг на біржовому ринку. Окрім того, акти міжнародного права [9, 10, 11], зокрема приєдналася Україна [9, 10], розглядають поняття «вексель» не як цінний папір, а як «письмовий документ».

Окремою групою цінних паперів Законом України «Про цінні папери і фондовий ринок» визначаються похідні цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів. В той же час, не зважаючи на наявність поняття «похідні цінні папери» у Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» і в ЦК (ст. 195 ЦК) має бути законом встановлено, які саме інструменти можливо віднести до похідних цінних паперів. Теоретично і з точки зору міжнародної практики до похідних цінних паперів можна віднести варанти та конвертовані облигації. Однак, в Україні часто помилково [12] до похідних цінних паперів відносять стандартизовані строкові договори: ф'ючерсні, форвардні контракти, свопи тощо. Обігу вказані договори також не підлягають, оскільки поняття «обіг договору» немає юридичного сенсу [5].

Цей перелік дещо відрізняється від переліку цінних паперів, який використовується у міжнародній практиці. Намагання класифікувати зазначені вище інструменти як цінні папери або фінансові інструменти пов'язано із можливістю у цьому випадку набуття такими інструментами майнової форми та створення умов для їх вільного обігу. Однак, в країнах із розвинутою економікою векселі, товаророзпорядчі інструменти або взагалі не віднесені до фінансових інструментів або не допускаються до публічного обігу на ринках. Для таких інструментів неможливо застосовувати поняття «випуск цінного паперу», оскільки комплекс прав за ними є змінною характеристикою. Враховуючи стратегічний шлях України на інтеграцію національної економіки до європейських та міжнародних ринків важливо оцінити та врахувати досвід розвинутих країн щодо визначення фінансових інструментів.

Відповідно до ст. 3 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» цінні папери за порядком їх розміщення (видачі) поділяються на емісійні та неемісійні.

Розуміння необхідності такого поділу цінних паперів викикла ще у 1998 році після прийняття Закону України

«Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» і визначення в ньому поняття «випуск цінного паперу», яке означає зареєстровану у встановленому порядку сукупність цінних паперів одного емітента з одним державним реєстраційним номером, що можуть мати різні умови емісії, але надають однакові права. До прийняття Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» реєстрація емісії акціонерним товариством простих і привілейованих акцій здійснювалась під одним державним номером, а реєстрація кожної нової емісії акціонерним товариством простих акцій реєструвалась під різними державними номерами, що не відповідало ані юридичній природі цінних паперів ані міжнародній практиці.

Вимогами Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» встановлено, що емісійними цінними паперами є цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент). При цьому під поняттям «випуск цінних паперів» розуміється сукупність певного виду емісійних цінних паперів одного емітента, однієї номінальної вартості, які мають однакову форму випуску і міжнародний ідентифікаційний номер, забезпечують їх власникам однакові права незалежно від часу придбання і розміщення.

До емісійних цінних паперів належать:

- акції;
- облигації підприємств;
- облигації місцевих позик;
- державні облигації України;
- іпотечні сертифікати;
- іпотечні облигації;
- сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН);
- інвестиційні сертифікати;
- казначейські зобов'язання України.

Цінні папери, що не належать до емісійних цінних паперів, можуть бути визнані такими Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, якщо це не суперечить спеціальним законам про ці групи та/або види цінних паперів.

Вимогами пункту 2 статті 13 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» передбачено, що для укладення на фондовій біржі чи на організаційно оформленому позабіржовому ринку угод щодо цінних паперів, які випущені в документарній формі, цінні папери мають бути знерухомлені в депозитарії, що їх обслуговує. При цьому депозитарій здійснює колективний спосіб зберігання цінних паперів, згідно з яким облік цінних паперів здійснюється без зазначення їх номерів чи інших індивідуальних ознак. Колективний спосіб зберігання цінних паперів, зокрема, для біржового обігу, передбачає оборотність і взаємозамінність цінних паперів, що характеризується поняттям «випуск цінних паперів», яке є обов'язковою характеристикою емісійних цінних паперів.

В результаті проведеного аналізу юридичної природи цінних паперів і вимог законодавства України, а також враховуючи сталу практику, можливо дійти висновку, що на біржовому ринку можуть бути в обігу лише емісійні цінні папери.

Враховуючи зазначений вище висновок та відповідно до вимог статті 6 стосовно права Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку встановлювати перелік цінних паперів, що обслуговуються Національною депозитарною системою, ще у 1999 році у Положенні про депозитарну діяльність, яке було затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.98 № 61, фактично було обмежено допуск до обслуговування цінних паперів у Національній депозитарній системі. Згодом Законом України «Про цінні папери і фондовий ринок» цей перелік цінних паперів було віднесено до емісійних цінних паперів. У розділі 3 доопрацьованого Положення про депозитарну діяльність [13], яке затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.10.2006 N 999, встановлено перелік емісійних цінних паперів, щодо яких здійснюється депозитарна діяльність і які допущені до обслуговування в Національній депозитарній системі. Зазначеним Положенням встановлено, що депозитар-

на діяльність здійснюється виключно щодо: акцій, облігацій підприємств, облігацій місцевих позик, державних облігацій України, казначейських зобов'язань України, інвестиційних сертифікатів, іпотечних сертифікатів, іпотечних облігацій, сертифікатів фондів операцій з нерухомістю та інших цінних паперів за окремим рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Прямо заборонено здійснювати депозитарну діяльність щодо векселів та заставних.

Аналізуючи вимоги Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (Відомості Верховної Ради України, 2006 р., № 31, ст. 268) можливо дійти висновку, що законодавець не обмежує право відбору видів цінних паперів для біржової торгівлі, а залишає це право за біржею, оскільки відповідно до вимог статті 23 цього Закону біржа зобов'язана оприлюднювати та надавати Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку інформацію про перелік цінних паперів, що пройшли процедуру лістингу, який відповідно до статті 1 є сукупністю процедур з включення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі. Відсутність зазначених вище законодавчих обмежень надає можливість відповідно до правил, встановлених біржею, призводити до появи у обігу неемісійних цінних паперів, які за своєю правовою природою не можуть об'єктом біржової торгівлі.

В розвинутих країнах вже давно стало необхідним чітко визначення фінансових інструментів. Нажаль дуже часто учасники різних ринків використовували однакову термінологію для інструментів, які мають зовсім різні ознаки.

Курс на інтеграцію до Європейського Союзу є одним із головних пріоритетів зовнішньої політики України. Свідоме та послідовне застосування нормативно-правових актів ЄС, що регулюють діяльність на ринках фінансових послуг, у процесі створення нормативної бази України є необхідною умовою на шляху України до ЄС.

Ринки фінансових інструментів ЄС дозволяють знизити собівартість фінансування господарської діяльності. Останнім часом на фінансових ринках активізувалась діяльність інвесторів,

яким пропонують ще більш комплексний і широкомасштабний набір послуг та інструментів. Зважаючи на такий розвиток була прийнята Директива 2004/39/ЄС [14] Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 року про ринки фінансових інструментів. Ця Директива встановлює режим комплексного регулювання питань виконання угод щодо фінансових інструментів, незалежно від способів здійснення торгівлі, використаних при укладенні таких угод, для гарантування високоякісного виконання угод інвесторів та підтримання цілісності та максимальної ефективності фінансової системи.

До фінансових інструментів, які можуть бути предметами інвестиційних послуг, Директива 2004/39 відносить наступні інструменти:

1. Цінні папери, що підлягають обігу;
2. Інструменти грошового ринку;
3. Цінні папери інститутів спільного інвестування;
4. Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно цінних паперів, валюти, процентних ставок, ставок доходності або іншими деривативами стосовно фінансових індексів чи фінансових показників, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки чи грошима;
5. Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими повинні бути здійснені грошима або можуть бути здійснені грошима на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності);
6. Опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, за умови, якщо вони знаходяться в обігу на регульованому ринку та/або в рамках БТЗ;
7. Опціони, ф'ючерси, свопи форвардні та будь-які деривативні інші контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, якщо інше не зазначено в Секції С6, і якщо вони не для комерційних цілей, мають характерні ознаки інших деривативних фінансових інструментів, зважаючи, між іншим,

на те, чи здійснено кліринг через визнані клірингові установи, або є предметом маржинальних розрахунків;

8. Деривативні інструменти для передачі кредитного ризику;

9. Фінансові контракти щодо різниці;

10. Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції чи будь-якими іншими офіційними економічними статистичними даними щодо яких розрахунки повинні бути здійснені грошима або можуть бути здійснені грошима, на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності), а також щодо інших контрактів стосовно деривативів, пов'язаних з активами, правами, зобов'язаннями, індексами та заходами, що мають характерні ознаки інших деривативів, фінансових інструментів, зважаючи, між іншим, на те, чи вони перебувають в обігу на регульованому ринку або БТЗ, кліринг здійснюється через визнані клірингові установи або є предметом маржинальних розрахунків.

Таким чином можливо стверджувати, що цінні папери є лише частиною фінансових інструментів (Рис.1), що за суттю співпадає із аналогічним поняттям у Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» за виключенням окремих складових цього поняття. Важливо зауважити, що цінні папери і фінансові інструменти не є синонімами. Цінні папери є фінансовими інструментами, а фінансові інструменти не обов'язково цінні папери.

Регульовані ринки повинні встановити зрозумілі та прозорі правила допуску фінансових інструментів до обігу (ст. 40 Директиви 2004/39), використовуючи міжнародні стандарти, зокрема, стандарт ISO 10962 [15] – Класифікація фінансових інструментів (далі – «CFI»). Потреба в розробці стандарту CFI була обумовлена широким застосуванням електронних систем торгівлі цінними паперами, активізацією інформаційного обміну і міжнародних операцій з ними, глобалізацією фінансових ринків, а також появою великого числа нових фінансових інструментів з різними характеристиками. У цих

Фінансові інструменти	Цінні папери, що підлягають обігу
	Інструменти грошового ринку
	Цінні папери інститутів спільного інвестування
	Деривативні інструменти для передачі кредитного ризику
	Фінансові контракти щодо різниці
	Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно цінних паперів, валюти, процентних ставок, товарів, тощо

Рис.1. Класифікація фінансових інструментів

умовах виникла проблема, пов'язана з неможливістю отримання достовірної інформації про цінні папери на основі одноманітного підходу до їх класифікації.

Система стандарту CFI складається із набору кодів, перший з яких визначає види фінансових інструментів - акціонерний капітал, боргові зобов'язання, права, опціони, ф'ючерси.

До акціонерного капіталу (Equities) стандартом віднесені фінансові інструменти, що представляють інтерес в економічному суб'єкті чи спільному фонді активів. Це так звані пайові цінні папери, які засвідчують пайову участь у власному капіталі емітента. Вони надають їх власнику право на участь у розподілі майна у разі ліквідації емітента, на одержання частини прибутку у вигляді дивідендів та участь в управлінні справами емітента. За українським законодавством до таких інструментів можливо віднести прості, привілейовані акції та інвестиційні сертифікати.

До боргових зобов'язань (Debt Instruments) стандартом віднесені фінансові інструменти, що свідчать про гроші, які заборгував емітент власнику на зазначених раніше умовах. За українським законодавством до таких інструментів можливо віднести облігації, казначейські зобов'язання України, ощадні (деPOSITні) сертифікати.

До прав (Rights) стандартом віднесені фінансові інструменти, які дають власнику привілеї на передплату або отримання окремих активів за встановленими умовами. В Україні до таких фінансових інструментів можна віднести варанти.

Опціони (Options) та ф'ючерси (Futures) визначаються стандартом як різновид строкових контрактів та не віднесені до цінних паперів.

Стандартом CFI не передбачені такі інструменти як векселі, заставні, товаророзпорядчі цінні папери, оскільки їх неможливо класифікувати як інструментарій для ринкових публічних операцій.

Висновки

Засвідченні емітентом у цінному папері зобов'язання фактично визначають «цінність» цінних паперів для власника, який може їх реалізувати через право користування цінним папером. З появою такого фінансового інструменту як цінний папір зобов'язальні права емітента цінних паперів і власника цінних паперів набули майнової форми правовідносин. Для цінного паперу характерна певна невизначеність сторони, якій адресуються зобов'язання емітента. Це дозволило відокремити обіг цінних паперів, які представляли собою зобов'язання емітента, від самого емітента а також зробити цей обіг більш вільним або публічним.

Майнових характер цінного паперу дозволив спростити процедуру укладання та виконання інвесторами угод з цінними паперами таких як договори купівлі, продажу, міни, дарування і, фактично, забезпечив підґрунтя для формування біржової торгівлі цінними паперами.

Оборотоздатність цінного паперу суттєво впливає не тільки на визначення кола допущених до біржового обігу цінних паперів, а визначає необхідність формування відповідної системи обліку для цінних паперів, залежно від способу визначення правомочної особи, якій належать права за цінним папером.

В результаті проведеного аналізу юридичної природи цінних паперів і вимог законодавства України, а також

враховуючи сталу практику, можливо дійти висновку, що на біржовому ринку можуть бути в обігу лише емісійні цінні папери. Доцільно внести зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» в частині обмеження біржової торгівлі лише емісійними цінними паперами

Аналіз українського законодавства дозволяє зробити висновок щодо необхідності формування спеціального законодавства стосовно запровадження в Україні відповідних вимог до строкових договорів і вилучення їх із складу цінних паперів.

Грунтуючись на зазначеному вище, вважаємо, що підґрунтям для прискорення процесу включення фінансового сектору економіки України і, зокрема, українського ринку цінних паперів у світове економічне господарство повинні стати подальші економічні і юридичні дослідження, спрямовані на удосконалення законодавства щодо фінансових інструментів біржового ринку цінних паперів та його адаптацію відповідно до міжнародних норм.

Література

1. Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради, -2003, -№40-44, -с.356
2. Господарський кодекс України / / Відомості Верховної Ради, - 2003, № 18, № 19-20, № 21-22, с. 144.
3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» // Відомості Верховної Ради України, - 2006 р., № 31, с. 268.
4. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» // Відомості Верховної Ради, - 1998, № 15, с.67.
5. *Посполітак В.В.* Правове визначення поняття цінних паперів. Ознаки та класифікація цінних паперів // Юрид. журн. - 2005. - № 1. - с. 92-102.
6. *Хоружий С.Г.* Цінні папери - майно чи зобов'язання? // «Цінні папери України» 2001, №37, - с. 13.
7. Порядок випуску, обігу та погашення податкових векселів, авальованих банком (податкових розписок), які видаються до отримання спирту етилового неденатурованого і є забезпеченням виконання зобов'язання із сплати акцизного збору, затверджений Поста-

новою Кабінету міністрів України від 22 червня 2005 р. N 498.

8. Інструкція про порядок видачі, обліку і погашення векселів Державного казначейства, затверджена Наказом Міністерства фінансів від 09.12.97 N 269.

9. Конвенція про врегулювання деяких колізій законів про переказні векселі та прості векселі, підписана в Женеві 7 червня 1930 року (League of Nations, Treaty Series, vol.CXLIII, No. 3314), приєднання - Закон № 827-XIV від 06.07.99, ВВР, 1999, № 34, с.291.

10. Конвенція, якою запроваджено Уніфікований Закон про переказні векселі та прості векселі, підписана в Женеві 7 червня 1930 року (League of Nations, Treaty Series, vol.CXLIII, p. 259, No. 3313), приєднання - Закон № 826-XIV від 06.07.99, ВВР, 1999, № 34, с.290.

11. Конвенція Организации Объединенных Наций о международных переводных векселях и международных простых векселях (Нью-Йорк, 9 декабря 1988 года).

12. Правила випуску та обігу фондових деривативів, затверджені рішенням ДКЦПФР № 13 від 24 червня 1997 року.

13. Положення про депозитарну діяльність, яке затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.10.2006 №999.

14. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, *OJ L 145, 30.4.2004, p. 1-44*

15. ISO 10962 – Classification of Financial Instruments (CFI code)