

НАЦІОНАЛЬНИЙ ЮРИДИЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ЯРОСЛАВА МУДРОГО
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова праця на
правах рукопису

КУЛИК МАРГАРИТА МИХАЙЛІВНА

УДК 347.122

ДИСЕРТАЦІЯ

ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ
ОБІГУ БЕЗДОКУМЕНТАРНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

12.00.03

«Цивільне право і цивільний процес;
сімейне право; міжнародне приватне право»

Юридичні науки

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук.

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

_____ М. М. Кулик

Науковий керівник: Яроцький Віталій Леонідович, доктор юридичних наук,
професор, член-кореспондент НАПрН України

Харків – 2018

АНОТАЦІЯ

Кулик М.М. Правове регулювання обігу бездокументарних цінних паперів. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук за спеціальністю 12.00.03 «Цивільне право та цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право». – Національний юридичний університет імені Ярослава Мудрого, Міністерство освіти і науки України, Харків, 2018.

Дисертаційна робота присвячена розгляду правовідносин, що виникають у сфері обігу бездокументарних цінних паперів на фондовому ринку України, аналізу законодавчих обмежень обігу бездокументарних цінних паперів на первинному фондовому ринку України і визначення специфіки вчинення транскордонних правочинів щодо них.

У роботі висвітлено підстави виникнення і особливості розвитку правовідносин у сфері обігу бездокументарних цінних паперів, проаналізовано точки зору щодо правової природи цих фондових інструментів, надано загальну характеристику сфери обігу бездокументарних цінних паперів на міжнародному і вітчизняному фондових ринках.

Спираючись на правові аспекти цивілістичної доктрини щодо бездокументарних цінних паперів, встановлено, що правова природа цих фінансових інструментів розглядалася вченими як: 1) окрема юридична конструкція, що слугує засобом фіксації: а) майнових прав, б) правової інформації; 2) безготівкові цінні папери; 3) інструмент розрахунково-касових операцій.

З огляду на сучасну правову доктрину цивільного права і враховуючи різні точки зору вчених на правову природу бездокументарних цінних паперів, запропоновано розглядати ці фондові інструменти як електронні документи, що мають встановлені законодавством обов'язкові реквізити, якими посвідчуються майнові права їх володільців, що підтверджують права уповноважених осіб на здійснення цих прав та їх відчуження шляхом трансферту через уповноважену депозитарну установу.

У дослідженні наведено перелік основних родових (загальних) ознак, що визначають обігоздатність бездокументарних цінних паперів: 1) презентація у вигляді інформації в електронному запису на рахунку; 2) легітимація управоможеної особи; 3) посвідчення певних суб'єктивних прав: а) для бездокументарних акцій – корпоративних прав їх володільців; б) для бездокументарних облігацій – зобов'язального (боргового) права вимоги; 4) літеральність – структура даних про бездокументарні цінні папери в системі депозитарного обліку цінних паперів; 5) оборотоздатність прав, засвідчених цінним папером; 6) публічна достовірність; 7) абстрактність; 8) автономність; 9) формалізм; 10) нормативна визначеність видів і груп цінних паперів; 11) способу фіксації прав, посвідчених цінним папером у вигляді електронного запису на рахунку у цінних паперах; 12) належність здійснення прав і обов'язків, що впливають з умов їх випуску.

Розглянуто також спеціальні ознаки бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігоздатність: а) емісійність; б) конвертаційна здатність; в) опосередкованість володіння тощо.

Наголошено, що існують певні обмеження щодо здійсненні обігу бездокументарних цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку: 1) приватне розміщення бездокументарних акцій (акцій закритих акціонерних товариств) і бездокументарних облігацій не може здійснюватися на первинному національному ринку цінних паперів; 2) розміщення емісійних цінних паперів може здійснюватися тільки через посередників, а саме: андеррайтерів, дилерів, брокерів (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок України»), крім певних винятків; 3) акції і облігації, які належать фізичним особам (міноритарні володільці), не обслуговуються в депозитарній системі. У зв'язку з цим можна вести мову про неповну обігоздатність бездокументарних цінних паперів.

У роботі акцентована увага, що на сучасному етапі розвитку фондового ринку обігоздатність бездокументарних цінних паперів безпосередньо пов'язана з подальшим вдосконаленням міжнародної депозитарної системи і правового регулювання відносин на вітчизняному ринку фінансових послуг, що має певні

особливості й залежить від наступних факторів: 1) видів та підвидів цих цінних паперів: бездокументарні акції (публічних акціонерних товариств або приватних акціонерних товариств) чи бездокументарні облігації (державних або корпоративних підприємств); 2) суб'єкта – правоутримувача (юридична чи фізична юридична особа, тобто мажоритарним чи міноритарним є володілець на вторинному ринку цінних паперів); 3) ринку, на якому здійснюється їх розміщення, а саме первинному чи вторинному.

Доведено, що правові механізми обігу бездокументарних цінних паперів охоплюють наступні етапи: 1) первинне публічне розміщення (IPO) та 2) їх відчуження на вторинному фондовому ринку (договори купівлі-продажу, застави, дарування, спадкування).

Сформульоване авторське визначення поняття «IPO емісійних цінних паперів» і підтримана думка певних вчених законодавчого врегулювати «прогалини» внесенням певних змін, що дозволить ефективно використовувати IPO. Тому наголошується, що для зручності здійснення IPO як на вітчизняному, так і на міжнародному фондових ринках необхідно впровадити ведення окремого емісійного номінального рахунку в реєстрі, який відкривається розрахунковим депозитарієм для проведення такого класичного IPO.

В роботі досліджуються правочини щодо бездокументарних цінних паперів як оборотоздатних об'єктів цивільних прав.

Автором наголошено, що до правочинів, які охоплюють усі етапи обороту бездокументарних цінних паперів на первинному (IPO) і вторинному фондовому ринку, входять договори про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів.

Зроблено висновок про те, що договори про надання послуг є самостійним видом договорів в системі правочинів, передбачених чинним законодавством (глава 63 ЦК України). Незважаючи на це, залишається дискусійним питання визначення місця таких договорів серед правочинів щодо бездокументарних цінних паперів, які є правовим засобом їх обігу на фондовому ринку.

Визначено місце договорів про надання фінансових послуг у системі правочинів щодо бездокументарних цінних паперів. Особливість договорів щодо надання фінансових послуг полягає в тому, що їх укладення та виконання пов'язане з необхідністю отримання спеціального дозволу (ліцензії).

Запропоновано розглядати категорію «трансферт цінних паперів» (документарних і бездокументарних) як окрему юридичну конструкцію у цивільно-правовому механізмі обігу бездокументарних цінних паперів.

Враховуючи це, наведено визначення поняття «договори про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів» і надана їх юридико-правова характеристика.

Автором окреслено правові засади забезпечення обігу бездокументарних цінних паперів і досліджено правові механізми забезпечення їх обігу окремих їх видів (акцій та облігацій).

Комплексно досліджено роль та місце депозитарних розписок у механізмі обігу бездокументарних акцій. Наголошено, що випуск депозитарних розписок на цінні папери українських емітентів (особливо в тому разі, якщо це бездокументарні цінні папери або документарні знерухомлені цінні папери) значно спрощує виведення вітчизняних цінних паперів на світові ринки.

Зроблено висновок, що нині актуальною стає необхідність адаптації норм чинного цивільного законодавства України до норм Європейського Союзу, а з часом – й імплементація норм англо-американського права щодо обігу американських боргових розписок.

Виходячи з результатів вивчення зарубіжного досвіду і з огляду на сучасну доктрину цивільного права, наведено визначення поняття «депозитарні розписки». З урахуванням положень сучасної доктрини цивільного права пропонується визначити депозитарні розписки похідними цінними паперами, бо їх обіг забезпечує перехід прав на основні цінні папери, такі як акції (та облігації).

Наголошено, що нині все більш актуальним є визначення правового режиму українських депозитарних розписок, дослідження їх значення в механізмі обігу

бездокументарних акцій, а також врегулювання конвертаційного механізму переведення українських депозитарних розписок в європейські або американські боргові розписки (депозитарні сертифікати).

Дослідивши механізм обігу бездокументарних облігацій, було сформульовано авторське визначення поняття «облігації» як бездокументарного боргового цінного паперу, що визначає відносини позики між емітентом і його володільцем та засвідчує майнове (зобов'язальне) право вимоги його володільця, зафіксоване у рішенні про випуск цінних паперів і проспекті емісії цінних паперів (для державних облігацій України – в умовах їх розміщення), повернути володільцю облігації її номінальну вартість з визначеними відсотками у встановлений строк. Доведено, що обіг бездокументарних облігацій має певні особливості, які пов'язані з деякими обмеженнями їх цивільного обороту. Вони можуть стосуватися різних правочинів із такими інструментами фондового ринку і можуть бути передбачені актами: органу, що уповноважений на здійснення управління у цій сфері; Національного банку України (щодо державних облігацій); локальними документами юридичних осіб-емітентів (щодо корпоративних облігацій або облігацій підприємств).

Досліджено систему правочинів щодо бездокументарних облігацій, що забезпечують механізм здійснення їх обігу. Доведено, що система правочинів щодо бездокументарних облігацій в механізмі здійснення їх обігу, складається із:

І) правочинів, що вчиняються на первинному ринку цінних паперів між їх емітентами (державою, місцевими органами влади, корпоративними юридичними особами) і первинними їх набувачами прав власності за ними, а саме: 1) розміщення (відчуження) на організованому ринку цінних паперів: а) на фондових біржах – біржові правочини (контракти), що за своєю юридичною природою є односторонніми правочинами; б) через Національний і комерційні банки України з державними облігаціями – операції «репо», які є двосторонніми договорами і визнаються різновидом купівлі-продажу; в) управління цінними паперами, що є двостороннім не публічним договором; 2) на неорганізованому ринку цінних паперів, а саме безпосередньо у юридичних осіб-емітентів, для реалізації інтересів

індивідуальних інвесторів при розміщення своїх заощаджень у корпоративні облигації – договори купівлі-продажу, міни;

II) правочинів, що вчиняються на вторинному ринку цінних паперів, між юридичними, а також між юридичними і фізичними особами, й між фізичними особами: односторонні (складання заповіту) та двосторонні (договори купівлі-продажу; застави; дарування).

Розглянуто юрисдикційні засоби захисту прав на бездокументарні цінні папери позов щодо відшкодування збитків стосовно іменних бездокументарних цінних паперів.

Доведена необхідність запровадження такого механізму юрисдикційного захисту, як групові (колективні) позови дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери до їх емітента.

Досліджено специфіку захисту нотаріусом порушених цивільних прав, зокрема, володільців бездокументарних цінних паперів шляхом: 1) здійснення нотаріусом виконавчого напису у випадку помилкового розпорядження зберігачу (або уповноваженій особі депозитарної установи) вчинити переведення бездокументарних цінних паперів з рахунку у цінних паперах; 2) захисту корпоративних прав спадкоємців бездокументарних цінних паперів (акцій) до їх вступу у права власності щодо особистого (немайнового) права на управління акціями як часткою статутного капіталу акціонерного товариства, у випадку такої необхідності, шляхом видачі нотаріусом тимчасового свідоцтва на права розпорядження акціями до спливу шестимісячного строку після відкриття спадщини

Наголошено, що до способів юрисдикційного захисту порушених прав володільців бездокументарних цінних паперів запропоновано включити й такий, *як визнання емісії бездокументарних цінних паперів недобросовісною.*

Автором досліджено неюрисдикційну форму захисту порушених прав інвесторів (міноритарних або дрібних володільців) бездокументарних цінних паперів, а саме, самозахист їх прав.

У ході висвітлення цього акцентується увага на проблемних питаннях самозахисту прав спадкоємців бездокументарних акцій. Тому, із метою впровадження світового досвіду, який свідчить про широке застосування механізмів укладення корпоративних договорів як одного з найефективніших засобів захисту прав та інтересів інвесторів, НКЦПФР України запропоновано ввести до законодавства України норми, в яких передбачалася б можливість укладення корпоративних договорів – договорів про реалізацію прав учасників (засновників) товариства з обмеженою відповідальністю, та договорів між акціонерами.

У роботі доведено, що обіг облігацій із забезпеченням або забезпечених облігацій, можна вважати попереджувальним (превентивним) засобом майбутніх порушень прав їх володільців та надано авторське визначення поняття «облігацій із забезпеченням» – це облігації, у проспекті емісії яких вказано про це і міститься інформація про реєстрацію укладеного між емітентом таких облігацій та їх власником контракту (договору) на облігації та вказані інші умови їх емісії: відсоткова ставка і дата її виплати (для відсоткових облігацій), строк і умови погашення, умови викупу облігацій (для облігацій юридичних осіб у випадку їх дострокового погашення) із зазначенням активу, що є забезпеченням облігації, або вимоги до фонду погашення, створеного емітентом для забезпечення облігацій.

Практичне значення роботи полягає в можливості використання висновків і пропозицій дисертації у правозастосовчій і нормотворчій сферах, а також у навчальному процесі та науково-дослідній діяльності.

Ключові слова: обіг бездокументарних цінних паперів, правочини, IPO (первинне публічне розміщення), депозитарні розписки, юрисдикційні засоби захисту, відшкодування збитків стосовно іменних бездокументарних цінних паперів, групові (колективні) позови дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери, визнання емісії бездокументарних цінних паперів недобросовісною, неюрисдикційна форма захисту, корпоративні договори, бездокументарні акції, облігації із забезпеченням, бездокументарні облігації.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні результати дисертації.

1. Кулик М. М. Облігації із забезпеченням як правовий засіб гарантованого захисту суб'єктивних майнових прав їх власників. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Юридичні науки*. 2014. Вип. 6-2, т. 2. С. 20–26.
2. Кулик М. М. Правові засоби захисту прав інвесторів при недобросовісній емісії бездокументарних цінних паперів. *Национальный юридический журнал: теория и практика*. 2015. № 4. С. 55–60.
3. Кулик М. М. Договори про надання послуг у структурі правочинів щодо бездокументарних цінних паперів. *Право і суспільство*. 2015. № 5-2, ч. 2. С. 42–49.
4. Кулик М. М. Структура правочинів щодо бездокументарних облігацій в механізмі здійснення їх обігу. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія : Юридичні науки*. 2015. Вип. 3, т. 1. С. 122–127.
5. Кулик М. М. Емісія бездокументарних цінних паперів як підстава їх виникнення. *Теорія і практика правознавства* : електрон. наукометр. фахове вид. Нац. юрид. ун-ту ім. Ярослава Мудрого. Харків, 2015. Вип. 1. URL: <http://tlaw.nlu.edu.ua/article/view/63420> (дата звернення: 26.11.2017).

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації.

6. Кулик М. М. Конституційне право на самозахист спадкоємця бездокументарних акцій при їх відчуженні за заповітом. *Проблеми вдосконалення правового забезпечення прав та основних свобод людини і громадянина* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Запоріжжя, 26 черв. 2015 р.). Запоріжжя : Істина, 2015. С. 34–36.
7. Кулик М. М. Інститут омбудсмана у сфері фінансових послуг на ринку цінних паперів як елемент механізму охорони прав володільців бездокументарних цінних паперів. *Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних прав* :

матеріали наук.-практ. конф., присвяч. пам'яті проф. Чингізхана Нуфатовича Азімова,
16 груд. 2016 р. Харків, 2017. С. 283–287.

ABSTRACT

Kulyk M.M. Legal regulation of the circulation of uncertificated securities. – Qualification scientific work as a manuscript.

Thesis for obtaining a scientific degree of Candidate of Legal Sciences on specialty 12.00.03 «Civil law and civil procedure; family law; international private law». - Yaroslav Mudryi National Law University, Ministry of Education and Science of Ukraine, Kharkiv, 2018.

The thesis is devoted to the consideration of legal relations which arise in the field of circulation of uncertificated securities on the stock market of Ukraine, analysis of legislative restrictions on the circulation of uncertificated securities on the primary stock market of Ukraine and determination of the specifics of conducting cross-border transactions with them.

The author highlighted the reasons for emergence and peculiarities of the legal relations in the field of circulation of uncertificated securities, analyzed the views on the legal nature of these stock instruments, and provided the general characteristics of the sphere of circulation of uncertificated securities in the international and domestic stock markets.

Based on the civil doctrine of uncertificated securities it is established that the legal nature of these financial instruments has been considered by scientists as: 1) a separate legal construction which serves as a means of fixing of: a) property rights; b) legal information; 2) non-cash securities; 3) instrument of settlement and cash transactions.

Given the modern legal doctrine of the civil law, and taking into account various points of view of scientists on the legal nature of uncertificated securities, the author proposed to consider these stock instruments as electronic documents with mandatory requisites established by law, that certify the property rights of their holders which is confirmed by the rights of authorized persons to exercise these rights and their alienation through a transfer via an authorized depository institution.

The work listed the main generic (general) features which determine the circulation of uncertificated securities: 1) information in electronic record on the account; 2) legitimation of the authorized person; 3) identification of certain subjective rights: a) for uncertificated shares - corporative rights of their holders; b) for book-entry bonds - obligatory (debt) claims; 4) literality – the structure of the data on uncertificated securities in the system of depository account of securities; 5) the turnover of the rights certified by the securities; 6) public credibility; 7) abstractness; 8) autonomy; 9) formalism; 10) normative definition of types and groups of securities; 11) way of fixing the rights certified by a security in the form of an electronic record on the securities account; 12) the proper realization of rights and obligations which follow from the conditions of their issue.

The author also considered special features of uncertificated securities, which determine their circulation: a) emission; b) conversion ability; c) indirect ownership, etc.

It is noted that in the course of the circulation of uncertificated securities in the domestic stock market there are certain restrictions: 1) private placement of uncertificated shares (shares of closed joint stock companies) and book-entry bonds cannot be carried out on the primary national market of securities; 2) the placement of issued securities may only be carried out through intermediaries: underwriters, dealers, brokers (the Law of Ukraine "On Securities and the Ukrainian Stock Market"), with certain exceptions; 3) shares and bonds, which belong to physical persons (minority holders), are not serviced in the depository system. In this regard one can speak of incomplete circulation of uncertificated securities.

It is emphasized that at the current stage of development of the stock market, the circulation of uncertificated securities is directly related with further improvement in the international depository system and the legal regulation relations in the domestic financial services market. This market has certain features and depends on the following factors: 1) securities types and subtypes: uncertificated shares (public or private joint-stock companies) or book-entry bonds (state or corporate enterprises); 2) subject – right-holder (legal organization or individual, that is, whether shareholder is majority or minority in the

secondary stock market); 3) market on which their placement is carried out, namely, the primary or secondary one.

It is shown that the legal mechanisms of circulation of uncertificated securities cover the following stages: 1) initial public offering (IPO) and 2) their alienation in the secondary stock market (purchase and sale agreement, mortgage, donation, inheritance).

The definition of the concept "IPO of emissive securities" is formulated and the opinion of certain scientists about the need for legislative regulation of "gaps" by introducing some changes is supported. This will allow for the effective use of IPO. Therefore, it is noted that for convenience of conducting IPO both on the domestic and international stock markets, it is necessary to implement a separate emission nominal account in a register, which is opened by the settlement depository for conducting such a classical IPO.

The thesis investigates transactions of uncertificated securities as circulating objects of civil rights.

The author emphasized that the system of transactions, covering all stages of the circulation of uncertificated securities in the primary (IPO) and secondary stock market, includes contracts for the provision of services for uncertificated securities.

It is concluded that contracts on the provision of services constitute an independent kind of contracts in the system of transactions, stipulated by the current legislation (Chapter 63 of the Civil Code of Ukraine). Nevertheless, the issue of determination of the place of such contracts among transactions of uncertificated securities, which are legal means of their circulation on the stock market, remains controversial.

The place of contracts on the provision of services in the system of transactions of uncertificated securities is determined. The peculiarity of the contracts for the provision of financial services is that their conclusion and execution is related to the need for obtaining a special permit (license).

It is proposed to consider the concept of "transfer of securities" (documentary and uncertificated) as a separate legal construction in the civil law mechanism of circulation of uncertificated securities.

Taking this into account the author proposed definition of the concept of "contracts for the provision of services for uncertificated securities" and gave their jurisdictional characteristics.

The legal bases of ensuring the circulation of uncertificated securities is outlined and legal mechanisms of circulation of their types (stocks and bonds) are investigated.

The role and place of the depositary receipts in the mechanism of circulation of uncertificated shares is investigated. It is emphasized that issuance of depositary receipts on securities of Ukrainian issuers (especially if these are uncertificated securities or documentary immobilized securities) greatly simplifies bringing the securities to the world markets.

Thus the author concluded that the need to adapt the norms of the current civil law of Ukraine to the norms of European Union, and eventually the implementation of British-American law on the circulation of American debt receipts, is becoming topical.

Based on results of foreign experience and in view of the modern doctrine of the civil law, the definition of "depositary receipts" is proposed. Taking into account the provisions of the modern doctrine of civil law, it is proposed to determine depositary receipts by derivative securities, since their circulation ensures the transfer of rights to the basic securities, such as shares (and bonds).

It is emphasized that now it is necessary to define the legal regime of Ukrainian depositary receipts, to study their significance in the mechanism of circulation of uncertificated shares, and to regulate the conversion mechanism of transfer of Ukrainian depositary receipts to European or US debt receipts (depositary certificates).

After examining the mechanism of circulation of book-entry bonds, the author formulated definition of the concept of "bonds" as an uncertificated debt security, which defines the loan relationship between the issuer and its owner and certifies the property (binding) right of the claim of its owner, fixed in the decision on issue of securities and the

prospectus of issue of securities (for government bonds of Ukraine - in the conditions of their placement), to return to the owner of the bonds its nominal value with specified interest in due time. It is proved that these book-entry bonds have certain features associated with some restrictions on their civilian circulation. They can be related to various transactions with such stock market instruments and can be prescribed by the acts of: authority authorized to carry out management in this area; National Bank of Ukraine (for government bonds); local documents of jurisdictional entities-issuers (for corporate bonds, or bonds of enterprises).

The system of transactions for book-entry bonds, which guarantees the mechanism of their circulation, is studied. It is shown that the system of transactions for book-entry bonds in the mechanism of their circulation consists of:

I) transactions carried out on the primary market of securities between their issuers (state, local authorities, corporate legal subjects) and their primary owners of property rights for them, namely: 1) placement (alienation) on the organized securities market: a) on stock exchanges - stock transactions (contracts), which in their legal nature are unilateral transactions; b) through the National and commercial banks of Ukraine with government bonds - operations "repo", which are bilateral agreements and are recognized as a type of buying and selling; c) securities management, which is a bilateral non-public contract; 2) in the unorganized securities market, namely, directly from legal entities-issuers, to realize the interests of individual investors when placing their savings in corporate bonds - purchase and sale contracts, exchange;

II) transactions carried out on the secondary market of securities between jurisdictional entities, as well as between jurisdictional entities and physical persons, and between physical persons: one-sided (making a will) and bilateral (purchase and sale contracts, mortgage, donation).

The jurisdictional means of protecting the rights to uncertificated securities are considered in the claim for losses regarding registered uncertificated securities.

The author shows necessity of introducing such a mechanism of the jurisdictional protection as the group (or collective) claims of minority (small) investors in uncertificated securities to their issuers.

The specifics of the protection by a notary of violated civil rights, in particular, of the holders of uncertificated securities is studied. This can be: 1) execution by a notary of the executive inscription to the custodian (or authorized representative of the depository institution) to perform the transfer of uncertificated securities from the securities account in the event of an erroneous order; 2) the issuance by a notary of a temporary certificate of the right to dispose of shares prior to expiration of the six months after opening of the inheritance, for protection of corporate rights of heirs of uncertificated securities (shares) before their entry into property rights regarding the personal (non-proprietary) right to manage shares, as a part of the authorized capital of a joint-stock company, in case of necessity.

Among the ways of jurisdictional protection of violated rights of holders of uncertificated securities it is proposed to include *recognition of the issuance of uncertificated securities as unscrupulous*.

The author investigated non-jurisdictional form of protection of the violated rights of investors (minority or small holders) of uncertificated securities, namely, the self-defense.

Considering this aspect, the author pays special attention to problems of self-defense of the rights of heirs of uncertificated shares. Therefore, in order to use the world experience which demonstrates the widespread use of mechanisms of conclusion of corporate agreements as one of the most effective means of protecting the rights and interests of investors, it is proposed to NCSSM (National Commission of Securities and Stock Market) of Ukraine to introduce into the legislation of Ukraine the rules that would allow the possibility of concluding corporate contracts, that are the contracts on implementation of rights of participants (founders) of a company with limited liability, and agreements between shareholders.

It is proved in the work that the circulation of bonds with collateral or secured bonds can be considered as a preventive means of possible future violations of the holder rights. The author suggests a definition of the concept "bonds with collateral" – these are such bonds, in the prospectus of issue of which it is indicated that they are protected. There is also information in the prospectus on registration of contracts between the issuer and the owner of the bonds, and other conditions of their issue: the interest rate and the date of payment (for interest-bearing bonds), the time and terms for repayment, terms of redemption of bonds (for the bonds of jurisdictional entities in case of premature repayment of the bonds) with indication of the asset, which is provision of the bonds, or claims to the redemption fund created by the issuer to secure the bonds.

Key words: circulation of uncertificated securities, transactions, IPO (initial public offering), depository receipts, jurisdictional means of protection, compensation for loss regarding registered uncertificated securities, group (collective) claims of minor investors in uncertificated securities, recognition of the issuance of uncertificated securities as unscrupulous, non-jurisdictional form of protection, corporate contracts, uncertificated shares, bonds with collateral, book-entry bonds.

REFERENCES

Publications in which the main scientific results of the dissertation are published:

1. Kulyk M. M. Oblihatsii iz zabezpechenniam yak pravovyi zasib harantovanoho zakhystu subiektyvnykh mainovykh prav yikh vlasnykiv. *Naukovyi visnyk Khersonskoho derzhavnoho universytetu. Serii: Yurydychni nauky*. 2014. Vyp. 6-2, t. 2. S. 20–26.
2. Kulyk M. M. Pravovi zasoby zakhystu prav investoriv pry nedobrosovisnii emisii bezdokumentarnykh tsinnykh paperiv. *Natsyonalnyi yurydycheskyi zhurnal: teoriya y praktyka*. 2015. № 4. С. 55–60. [in Ukrainian]

3. Kulyk M. M. Dohovory pro nadannia posluh u strukturi pravochyniv shchodo bezdokumentarnykh tsinnykh paperiv. *Pravo i suspilstvo*. 2015. № 5-2, ch. 2. S. 42–49.
4. Kulyk M. M. Struktura pravochyniv shchodo bezdokumentarnykh oblihotsii v mekhanizmi zdiisnennia yikh obihu. *Naukovyi visnyk Khersonskoho derzhavnoho universytetu. Seriiia : Yurydychni nauky*. 2015. Vyp. 3, t. 1. S. 122–127. [in Ukrainian]
5. Kulyk M. M. Emisiia bezdokumentarnykh tsinnykh paperiv yak pidstava yikh vynyknennia. *Teoriia i praktyka pravoznavstva : elektron. naukometr. fakhove vyd. Nats. yuryd. un-tu im. Yaroslava Mudroho*. Kharkiv, 2015. Vyp. 1. URL : <http://tlaw.nlu.edu.ua/article/view/63420> (data zvernennia: 26.11.2017). [in Ukrainian]

Publications certifying approbation of the dissertation materials:

6. Kulyk M. M. Konstytutsiine pravo na samozakhyst spadkoiemtsia bezdokumentarnykh aksii pry yikh vidchuzheni za zapovitom. *Problemy vdoskonalennia pravovoho zabezpechennia prav ta osnovnykh svobod liudyny i hromadianyna : materialy Mizhnar. nauk.-prakt. konf. (m. Zaporizhzhia, 26 cherv. 2015 r.)*. Zaporizhzhia : Zaporizk. misk. hromadska orhanizatsiia «Istyna», 2015. S. 34–36. [in Ukrainian]
7. Kulyk M. M. Instytut ombudsmana u sferi finansovykh posluh na rynku tsinnykh paperiv yak element mekhanizmu okhorony prav volodiltsiv bezdokumentarnykh tsinnykh paperiv. *Problemy vdoskonalennia pryvatnopravovykh mekhanizmiv nabuttia,peredachi, zdiisnennia ta zakhystu subiektyvnykh tsyvilnykh prav : materialy Nauk.-prakt. konf., prysviach. pamiati prof. Chynhizkhana Nufatovycha Azimova, 16 hrud. 2016 r.* Kharkiv, 2017. S. 283–287. [in Ukrainian]

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ПОЛОЖЕННЯ ПРО ОБІГОЗДАТНІСТЬ БЕЗДОКУМЕНТАРНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	13
1.1. Цивілістична доктрина про бездокументарні цінні папери. Механізм функціонування Національної депозитарної системи України.....	13
1.2. Ознаки бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігоздатність	42
Висновки до розділу 1	78
РОЗДІЛ 2. ЦИВІЛЬНО-ПРАВОВИЙ МЕХАНІЗМ ОБІГУ БЕЗДОКУМЕНТАРНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	81
2.1. Загальна характеристика механізму розміщення акцій та облігацій	81
2.2. Механізм обігу бездокументарних акцій та облігацій	100
Висновки до розділу 2.....	114
РОЗДІЛ 3. ЗАХИСТ ПРАВ ВОЛОДІЛЬЦІВ БЕЗДОКУМЕНТАРНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.....	120
3.1. Юрисдикційні засоби захисту прав на бездокументарні цінні папери.....	120
3.2. Самозахист прав на бездокументарні цінні папери.....	148
Висновки до розділу 3.....	165
ВИСНОВКИ	172
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	176
ДОДАТКИ.....	206

ВСТУП

Обґрунтування вибору теми дослідження. Сучасні євроінтеграційні процеси спонукають гармонізувати законодавство України, що регулює відносини на вітчизняному фондовому ринку, з основними приписами законодавства Європейського Союзу (далі – ЄС) в частині правового регулювання обігу бездокументарних цінних паперів. Чинні спеціальні норми вітчизняного законодавства визначають бездокументарні цінні папери як обліковий запис на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного їх обліку. Між тим загальними нормами чинного законодавства України правовий режим цінних паперів усіх форм випуску за допомогою фікції прирівняний до речей як об'єктів цивільного обороту. Нині це призвело до виникнення багатьох спірних питань, пов'язаних з обігом бездокументарних цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку. Враховуючи зазначене, стає зрозуміло, що правові механізми обігу бездокументарних цінних паперів потребують вдосконалення, глибшого наукового обґрунтування доцільності їх застосування на фондовому ринку України, а також врахування та дотримання міжнародних стандартів.

У правозастосовчій практиці постійно виникають питання міжнародних стандартів, що потребує впровадження новаційних законодавчих норм, в яких би знайшли відображення правова природа бездокументарних цінних паперів і набули подальшого вдосконалення правові механізми обігу найбільш поширених емісійних цінних паперів (акцій і облігацій), що на сьогодні відповідно до чинних положень підлягають випуску у бездокументарній формі.

До сказаного додамо, що на сучасному етапі розвитку міжнародного фондового ринку Національна депозитарна система України має розвиватися в напрямку введення в обіг нових видів бездокументарних цінних паперів. Проблемою, на жаль, залишається зняття законодавчих обмежень на обіг бездокументарних цінних паперів на первинному фондовому ринку України і здійснення транскордонних правочинів щодо них. Правові механізми обігу бездокументарних цінних паперів, таких як IPO (первинне публічне розміщення), й механізм обігу депозитарних розписок необхідно закріпити у вітчизняному

законодавстві, щоб мінімізувати ризики інвесторів у ці фінансові інструменти, що, у свою чергу, дасть змогу забезпечити захист прав володільців бездокументарних цінних паперів новітніми юрисдикційними й неюрисдикційними способами, враховуючи міжнародний і зарубіжний досвід у цій сфері.

Науково-теоретичну базу дослідження правової природи бездокументарних цінних паперів та правового регулювання їх обігу становлять наукові дослідження вітчизняних і зарубіжних вчених у галузі економіки, цивільного, господарського й міжнародного приватного права: Є. Н. Абрамової, М. М. Агаркова, М. Ю. Алексеева, Б. І. Альохіна, В. Д. Базилевича, В. С. Балабанова, В. А. Баруліна, І. А. Безклубого, В. А. Белова, Т. В. Бондар, А. Ю. Бушева, С. Я. Вавженчука, В. А. Васильєвої, О. І. Виговського, Н. І. Версаль, О. В. Головотенко, М. А. Гольцберга, О. І. Грейдіна, К. С. Дьомушкіної, Л. Ю. Добриніної, Н. А. Доценко-Білоус, Ю. М. Жорнокуя, І. Р. Калаур, А. Г. Каратцева, О. В. Ковальова, О. В. Кологойди, А. В. Коструби, В. В. Кочина, О. О. Кота, М. Н. Кузьміної, Р. А. Майданика, О. О. Майданик, А. В. Майфата, К. А. Малишенко, Т. С. Март'янової, Ю. В. Мици, Д. В. Мурзіна, І. В. Новицького, Л. О. Новосьолової, Н. О. Нерсесова, І. Л. Нурзад, О. І. Онуфрієнко, Л. В. Панової, М. І. Петрова, Ю. Є. Петруні, М. Д. Плетнюка, Г. В. Полковнікова, В. В. Посполітак, О. М. Решетіної, А. С. Селівановського, С. О. Сліпченко, І. В. Спасибо-Фатєєвої, Д. І. Степанова, Л. Л. Стецюка, О. О. Федорішина, В. П. Харицького, С. А. Хабаров, А. А. Чухно, Г. Н. Шевченко, О. М. Шевченко, С. І. Шимон, Л. Р. Юлдашбаєвої, В. Л. Яроцького та ін.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Тема дисертаційного дослідження затверджена на засіданні вченої ради Національної юридичної академії України імені Ярослава Мудрого 23 березня 2001 року, протокол № 8. Роботу виконано на кафедрі цивільного права № 2 Національного юридичного університету імені Ярослава Мудрого в межах програми «Проблеми вдосконалення правового регулювання особистих немайнових та майнових відносин в Україні» (№ державної реєстрації 0111U000963).

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є визначення цивільно-правового механізму обігу бездокументарних цінних паперів, зокрема,

акцій і облігацій, специфіки юрисдикційних і неюрисдикційних способів захисту прав їх володільців із метою формування теоретичних висновків і надання практичних пропозицій із вдосконалення чинного вітчизняного законодавства в досліджуваній сфері.

З огляду на поставлену мету визначено основні завдання:

- розкрити особливості виникнення й розвитку відносин у сфері обігу бездокументарних цінних паперів;
- визначити правову природу бездокументарних цінних паперів з огляду на міжнародні тенденції розвитку фондового ринку;
- виокремити ознаки, що характеризують обігоздатність бездокументарних цінних паперів;
- з'ясувати специфіку правовідносин, що виникають у сфері обігу бездокументарних цінних паперів;
- обґрунтувати можливість впровадження нових механізмів обігу бездокументарних акцій та облігацій, враховуючи міжнародний досвід;
- дослідити правові засоби досудового, юрисдикційного та неюрисдикційного захисту прав володільців бездокументарних цінних паперів, з огляду на специфіку їх обігу на фондовому ринку;
- розробити пропозиції з вдосконалення чинного цивільного законодавства України в частині норм, що стосуються регулювання відносин, які виникають у сфері обігу бездокументарних цінних паперів.

Об'єктом дослідження є цивільно-правові відносини, що виникають у зв'язку з обігом бездокументарних цінних паперів, змінюються на підставі правочинів із цими інструментами фондового ринку й припиняються шляхом їх погашення або визнання їх емісії недійсною.

Предметом дослідження є правове регулювання відносин у сфері обігу бездокументарних цінних паперів, правочини щодо бездокументарних цінних паперів, а також правові засоби досудового, юрисдикційного та неюрисдикційного захисту прав їх володільців.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертації складають діалектичний метод, методи історично-правового й системного аналізу, формально-логічний, порівняльно-правовий, догматичний, системно-структурний метод. Застосування діалектичного методу й методу історично-правового аналізу дозволили встановити етапи становлення правової природи бездокументарних цінних паперів. Завдяки формально-логічному методу з'ясовано особливості правочинів із бездокументарними акціями й бездокументарними облигаціями, а також зміст поняття «бездокументарні цінні папери», проведено систематизацію правочинів щодо них у депозитарній системі обігу як об'єктів цивільних прав. Порівняльно-правовий метод використано під час аналізу розвитку законодавства щодо обігу бездокументарних цінних паперів у романо-германській і англо-американській системах права, а також для уніфікації основних термінів, що вживаються на позначення відносно нових понять: обіг, розміщення, відчуження бездокументарних цінних паперів, депозитарні розписки, облигації із забезпеченням. Логічно-догматичний метод дав можливість запропонувати шляхи узгодження деяких правових норм у загальному й спеціальному законодавстві, що регулюють правовідносини з обігу бездокументарних цінних паперів. Системно-структурний метод став у нагоді при дослідженні суті поняття «емісія бездокументарних цінних паперів» як юридичного складу, що утворюється сукупністю юридичних фактів різних видів, а метод системного аналізу – при з'ясуванні співвідношення понять й ознак, які стосуються документарних та бездокументарних цінних паперів.

Наукова новизна отриманих результатів полягає в тому, що подана дисертація є однією з перших в Україні наукових робіт, в якій проведено комплексне дослідження правового регулювання специфіки обігу бездокументарних цінних паперів як оборотоздатного об'єкта цивільних прав за вітчизняним і зарубіжним законодавством. У ході написання роботи отримано такі науково-теоретичні результати:

уперше:

– доведено, що функціонування бездокументарних цінних паперів у межах Національної депозитарної системи України передбачає не тільки їх здатність

залежно від виду та групи бути конвертованими у документарні цінні папери, але і можливість зміни режиму їх зберігання на рахунках шляхом переведення частини бездокументарних цінних паперів, з якими вчинено певні правочини, на індивідуальні рахунки фізичних осіб із урахуванням їх різновиду: а) фондові – при укладанні договорів купівлі-продажу на фондовій біржі між інвестором і емітентом; б) роздрібні – при підписанні договорів між дрібними володільцями, які отримують акції чи облігації на підставі договорів міни, купівлі-продажу, дарування, спадкування на неорганізованому ринку цінних паперів;

– визначено правову природу механізму первинного публічного розміщення (IPO), який пропонується розглядати як правовий засіб забезпечення фіксації прав на бездокументарні цінні папери за їх першими правонабувачами, що забезпечує правові механізми подальшого їх обігу, забезпечуючи динамічні аспекти приватизаційних, інвестиційних та інших правовідносин у фінансовій сфері України. Доведено, що для зручності здійснення IPO як на вітчизняному, так і на міжнародному фондових ринках пропонується впровадити ведення окремого емісійного номінального рахунку в реєстрі, що відкривається розрахунковим депозитарієм для проведення класичного IPO;

– доведено необхідність розглядати категорію «трансферт цінних паперів» (документарних і бездокументарних) як спеціальний цивільно-правовий засіб забезпечення переходу прав на цінні папери від одного учасника цивільних відносин до іншого за допомогою комплексу передбачених чинним законодавством України правових механізмів. Обґрунтовано, що трансферт здійснюється на підставі договору, предметом якого є відповідні юридично вагомі дії стосовно цінних паперів (купівля-продаж, міна, дарування, застава, тощо), за заявою особи, яка має права на бездокументарні цінний папір, що подається у стандартизованій формі передавального розпорядження у разі обліку прав на цінні папери в системі ведення реєстру власників цінних паперів і доручення при обліку прав на цінні папери в депозитарії;

– обґрунтовано, що цивільно-правовий механізм забезпечення обігосдатності бездокументарних цінних паперів залежить від: 1) специфіки їх видів і підвидів

(наприклад, бездокументарні акції (публічних акціонерних товариств або приватних акціонерних товариств) чи бездокументарні облігації (державних або корпоративних підприємств)) тощо; 2) специфіки правового статусу суб'єкта–правоутримувача (наприклад, юридична чи фізична юридична особа, мажоритарний чи міноритарний акціонер) на вторинному ринку цінних паперів; 3) особливостей ринку, на якому здійснюється їх розміщення (наприклад, первинний чи вторинний, фондова біржа чи позабіржовий ринок) та інших чинників;

удосконалено:

– наукові погляди стосовно того, що обігоздатність бездокументарних цінних паперів передбачає, що в депозитарній системі відповідні юридичні дії повинні здійснюватися у певній послідовності реєстратором, зберігачем та номінальним утримувачем у формі: 1) депозитарних операцій (договори про надання фінансових послуг з емісійними цінними паперами, крім державних облігацій, обіг яких відповідно до чинного законодавства обіг здійснюється через Національний банк України) й 2) навколодепозитарних операцій (виконання розпорядчих доручень емітента чи першого володільця бездокументарних цінних паперів щодо їх відчуження);

– наукові позиції, що підставами переведення бездокументарних цінних паперів з рахунку однієї особи на рахунок іншої є правочини, укладені між певною фінансовою установою (фондова біржа) на організованому фондовому ринку чи фізичною особою, уповноваженою на проведення операцій з емісійними цінними паперами на позабіржовому ринку цих фінансових інструментів, та відповідною уповноваженою установою у структурі Національної депозитарної системи України (зокрема, номінальним утримувачем) й емітентом чи першим володільцем;

– точки зору науковців, що особливістю обігу бездокументарних цінних паперів є їх опосередкований облік, який передбачає існування номінального утримувача. Номінальним утримувачем цих фондових інструментів є депозитарні установи. Здійснення обігу бездокументарних акціями й облігаціями розрізняється за своїм юридичним складом: 1) при вчиненні договорів купівлі-продажу на фондовій біржі між інвесторами і емітентами та 2) на неорганізованому ринку

цінних паперів між дрібними володільцями, які отримують акції чи облігації на підставі догорів міни, купівлі-продажу, дарування, спадкування;

– положення про специфіку правового режиму українських депозитарних розписок, визначено їх роль і значення в цивільно-правовому механізмі обігу бездокументарних акцій, досліджено механізм конвертації українських депозитарних розписок у європейські або американські боргові розписки (депозитарні сертифікати) через укладання депозитарних договорів між кількома суб'єктами: іноземною компанією, на чії акції випущено депозитарні розписки, інвестором – покупцем депозитарних розписок, банком – емітентом депозитарних розписок (депозитарієм), а також банком-кастодіаном, що зберігає базові активи депозитарних розписок (іноземні цінні папери). Доведено, що ця юридична конструкція передбачає укладання відповідних договорів між наступними суб'єктами: 1) між іноземною компанією і депозитарієм укладається договір на випуск і обіг депозитарних розписок; 2) набувач депозитарних розписок, пов'язаний певними договірними відносинами з депозитарієм; 3) банк-депозитарій і банк-кастодіан мають відповідні договірні зв'язки, які виникли між ними щодо обміну інформацією;

– висновки щодо класифікації договорів про надання фінансових послуг щодо бездокументарних цінних паперів. Запропоновано розмежовувати: а) договори, що стосуються розміщення бездокументарних цінних паперів на первинному і вторинному ринках (договори андеррайтингу, посередницькі договори; біржові правочини); б) договори, що стосуються виконання розрахункових операцій (банківські операції: розрахунково-касові, у тому числі клірингові, кореспондентські, репо); в) договори стосовно організаційно-розпорядчих актів допоміжного характеру на виконання вказівок уповноваженої по бездокументарних цінних паперах особи-правоволодільця в системі депозитарного обліку;

набули подальшого розвитку:

– погляди стосовно випуску та обігу облігацій із забезпеченням або забезпечених облігацій, які можна вважати попереджувальним (превентивним)

засобом майбутніх порушень прав їх володільців, надано авторське визначення поняття «облігацій із забезпеченням», якими пропонується визнати облігації, у проспекті емісії яких вказано про це і міститься інформація про реєстрацію укладеного між емітентом таких облігацій та їх власником контракту (договору) на облігації та вказані інші умови їх емісії: відсоткова ставка і дата її виплати (для відсоткових облігацій), строк і умови погашення, умови викупу облігацій (для облігацій юридичних осіб у випадку їх дострокового погашення) із зазначенням активу, що є забезпеченням облігації, або вимоги до фонду погашення, створеного емітентом для забезпечення облігацій;

– положення про те, що на сучасному етапі розвитку фондового ринку нормативну основу цивільно-правового механізму обігу бездокументарних цінних паперів складає система правових норм, за допомогою яких регулюються відносини у сфері обігу бездокументарних цінних паперів, що виникають між емітентом (зобов'язаною особою) та інвестором (управоможеною особою) на підставі вчинення відповідних юридично значущих дій (юридичних фактів) із метою переходу прав, посвідчених бездокументарними цінними паперами, від їх емітента (або правоволодільця) до нової управоможеної особи через систему депозитарного обліку (трансферт);

– теоретичні висновки щодо специфіки юридичних форм закріплення правових засобів, за допомогою яких забезпечується обіг бездокументарних цінних паперів. Джерела, в яких містяться соціальні регулятори, за допомогою яких забезпечується дієвість механізму обігу бездокументарних цінних паперів, пропонується поділити на два основних рівні: I) нормативний, включає джерела, в яких закріплюються нормативні приписи нормативно-правових актів, прийнятих у межах юрисдикції відповідних органів державної влади України (положення Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та інших актів цивільного законодавства України тощо; II) піднормативний, що представлений актами саморегулювання (договори та односторонні правочини, що забезпечують обіг бездокументарних цінних паперів; локальними актами юридичних осіб приватного права, які є емітентами (статути, установчі договори, положення про випуск цінних

паперів тощо), Положення про саморегульвні організації на ринку цінних паперів тощо;

– наукові положення про обмежену обігоздатність бездокументарних цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку, що обґрунтовується наявністю наступних нормативних обмежень: 1) приватне розміщення бездокументарних акцій (акцій закритих акціонерних товариств) і бездокументарних облігацій не може здійснюватися на первинному ринку цінних паперів; 2) розміщення емісійних цінних паперів може здійснюватися тільки через посередників: андеррайтерів, дилерів, брокерів (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок України»), крім визначених законом винятків; 3) обіг акцій і облігацій, які належать фізичним особам (міноритарні володільці), не обслуговується в Національній депозитарній системі України.

Практичне значення одержаних результатів. Результати наукового дослідження можуть бути використані:

у нормотворчій діяльності – для удосконалення положень чинного загального й спеціального законодавства України щодо правового регулювання обігу бездокументарних цінних паперів із метою ліквідації прогалин у ньому відповідно до норм права ЄС;

у правозастосовчій діяльності – для правильного вирішення правових колізій і спорів, що виникають на фондовому ринку, нотаріусами і суддями у сфері захисту суб'єктивних прав та інтересів володільців бездокументарних цінних паперів;

у науково-дослідній діяльності – для подальшого дослідження проблем, пов'язаних з правовим регулюванням обігу бездокументарних цінних паперів;

у навчальному процесі – для написання підручників, робочих програм, методичних рекомендацій з курсів “Цивільне право”, “Корпоративне право”, «Фондовий ринок» тощо для студентів закладів вищої освіти юридичного напрямку.

Апробація результатів дисертації. Окремі теоретичні положення дисертаційного дослідження були оприлюднені на науково-практичних конференціях та круглих столах, а саме: «Сучасні проблеми цивільного права та процесу» (м. Харків, 19 грудня 2014 р.), «Актуальні проблеми приватного права» (м.

Харків, 27 лютого 2015 р.), «Проблеми вдосконалення правового забезпечення прав та основних свобод людини і громадянина» (м. Запоріжжя, 26 червня 2015 р.), «Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних прав» (м. Харків, 18 грудня 2015 р.), «Актуальні проблеми приватного права» (м. Харків, 19 лютого 2016 р.), «Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних прав» (м. Харків, 16 грудня 2016 р.). «Законодавство України: недоліки, проблеми систематизації та перспективи розвитку (м. Херсон, 10–11 лютого 2017 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Інновації юридичної науки в євроінтеграційному процесі» («Inovácia právne veda v procese európskej integrácie») (м. Сладковічева, Словацька Республіка, 10-11 березня 2017 р.) (Sládkovičovo, 10-11 marca 2017 р.).

Структура і обсяг дисертації. Відповідно до мети, завдань і предмета дослідження дисертація складається зі вступу, трьох розділів, які містять шість підрозділів, висновків, списку використаних джерел і додатку. Загальний обсяг дисертації становить 207 сторінки, з яких основного тексту – 175 сторінок. Список використаних джерел становить 316 найменування.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ПОЛОЖЕННЯ ПРО ОБІГОЗДАТНІСТЬ БЕЗДОКУМЕНТАРНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Цивілістична доктрина про бездокументарні цінні папери.

Механізм функціонування Національної депозитарної системи України

Інститут цінних паперів з'явився на початку епохи промислового капіталізму як інститут, який поєднав такі підгалузі права: вексельне, акціонерне, чекове і морське право, що виокремилися з цивільного права, бо регулювали відносини, основним змістом яких була посередницька діяльність із метою отримання прибутку на базі спільної мети суб'єктів. Інститут цінних паперів регулював відносини, пов'язані з оборотом цінностей особливого роду – цінними паперами, якими визнавалися «документи, тобто виконані на папері записи, що засвідчують право будь-якого купця на грошову або товарну цінність та носили товарний (у сенсі можливості їх вільного відчуження) характер» [132, с. 58–59].

Сучасне законодавство поняття «цінний папір» трактує як документ установленної форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, яка має права на цінний папір, та передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір і прав за цінним папером іншим особам (ст. 194 Цивільного кодексу України [287] та ч. 1 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]).

Наведена дефініція цінного папера дозволяє виокремити сучасні вимоги до нього, які встановлюються законодавчим органом:

1) він існує тільки у формі строгих документів, які можуть бути різними: контракт (договір), сертифікат, банківська ощадна книжка, складська розписка та ін.;

2) не кожен із таких документів (контракт, складська розписка тощо) може бути цінним папером, оскільки для цього необхідно дотримуватися інших умов, зокрема, встановленої форми посвідчення певних прав. З огляду на це цінний папір

повинен бути визнаний відповідними нормативними актами як такий. Дотримання встановленої форми посвідчення прав, пов'язаних із цінним папером, передбачає також дотримання всіма учасниками фондового ринку (виробниками бланків цінних паперів та ін.) вказаних норм і правил. За необхідності мають бути здійснені державні реєстрація і ліцензування;

3) законом також встановлюється спосіб фіксації прав, пов'язаних із цінним папером. Цивільний кодекс закріплює, що така фіксація можлива *«при бездокументарній формі (за допомогою засобів електронно-обчислювальної техніки та ін.)»* [86, с. 8–9].

Крім того, у кожного об'єкта права, у тому числі й у цінних паперів як об'єктів цивільного права, зазвичай існують своя форма і зміст. Як відомо, з юридичної точки зору форма цінного папера – це усталений набір необхідних реквізитів і певних вимог, встановлених і закріплених державою у законодавчих нормах.

У той же час лише держава (ззовні щодо цінного папера) надає паперу статус «цінного». Хоча це не означає, що цінний папір – категорія суто юридична. Більш того, це – категорія, передусім, економічна, бо не держава надає властивості й характеристик цінному паперу, оскільки ще до моменту визнання того або іншого документа цінним папером ці економічні властивості й характеристики його вже сформувалися, а державі залишається їх тільки зафіксувати [86, с. 11].

До наведеного варто додати, що перехід від документарної форми цінного папера до бездокументарної пов'язаний, по-перше, із збільшенням їх кількості, що знаходяться в обігу, передусім таких відомих їх видів, як акції й облігації.

По-друге, багато прав, які закріплюються за власником цінного папера, можуть бути реалізовані незалежно від форми його випуску.

По-третє, введення бездокументарної форми цінного папера сприятиме прискоренню, спрощенню й здешевленню їх обігу, особливо в частині розрахунків, передачі від одного власника іншому, зберігання й обліку, оподаткування тощо.

По-четверте, це пов'язано із структурними змінами на ринку цінних паперів (зокрема, із збільшенням кількості іменних цінних паперів і зниженням частки цінних паперів на пред'явника) [112, с. 20].

Відзначимо, що бездокументарні цінні папери увійшли в цивільний оборот у 80-х рр. XX ст. Цьому сприяв розвиток науково-технічного прогресу і потреби фондового ринку в сучасних технологіях обігу цінних паперів у внутрішньому та зовнішньоекономічному обороті країн.

У Правовому керівництві ЮНСІТРАЛ з електронного переказу коштів, підготовленому секретаріатом комісії Організації Об'єднаних Націй з права міжнародної торгівлі (Нью-Йорк, 1987 р.) [194, п. 8–25 додатка], зазначено, що бездокументарні папери спочатку з'явилися у банківській сфері як засіб переказу коштів із тим, щоб полегшити процес зміни норм права, відповідно до яких здійснюється переказ коштів за допомогою паперових документів, враховуючи вимоги електронних методів переказу коштів. Піонером таких новацій на фондовому ринку серед країни Європи була Франція, де 16.10.1984 р. почала функціонувати система переказу великих коштів від ЕОМ до ЕОМ за назвою "Etranger" (САЖИТТЕР). Послідовниками у напрямку створення депозитаріїв та клірингових систем можна назвати Велику Британію і Сполучені Штати Америки.

В європейських країнах правове закріплення бездокументарні папери або «цінні папери в безготівковій формі» отримало в законодавчих актах. Так, у Законі ФРН «Про внески» (1972 р.) [161, с. 97–98], а згодом у Законі Німеччини «Про зберігання та придбання цінних паперів» (у редакції від 11.01.1995 р.) було дозволено випуск «глобальних сертифікатів» замість емісії безлічі цінних паперів одного випуску, наприклад, облігацій федеральної позики [60, с. 320–321].

У Франції 30.12.1981 р. було прийнято Закон «Про фінанси», який набрав чинності 03.11.1984 р. Статтею 94 Н цього Закону проголошено принцип «дематеріалізації цінних паперів» (акцій та облігацій) [19, с. 13], тому 03.11.1984 р. всі цінні папери у Франції перестали бути «фізичним об'єктом обігу у вигляді надрукованого документа» [15, с. 12].

Треба зазначити, що на рівні законодавства Швеція теж зайняла радикальну позицію у дематеріалізації цінних паперів. У цій країні взагалі припинився випуск цінних паперів у паперовій формі [31, с. 46]. Зокрема, у новій редакції Закону про Стокгольмську фондову біржу, який набрав чинність 01.05.1986 р., наведене

визначення поняття «фондовий папір» і врегульована фондова біржова діяльність [6, с. 235].

Закон Польщі «Про публічний обіг цінних паперів і про довірчі фонди» (прийнятий 02.03.1991 р.) також містить дефініції понять «цінний папір», «емітент», «первинний і вторинний ринки» і низку інших, наводить характеристику сертифіката цінного папера («іменного депозитного свідоцтва»), що виписується кожному власникові фондового інструменту у випадку, якщо він розміщує його на зберігання в банк або іншу уповноважену на те установу [6, с. 238, 240].

У законах деяких країн, які входили раніше в Раду Економічної Взаємодопомоги, при правовому врегулюванні цих питань намітилася тенденція до відходу від «документаризму» при визначенні цінних паперів. Так, Закон Республіки Болгарія «Про цінні папери, фондові біржі та інвестиційні компанії» (прийнятий 29.06.1995 р.) фіксує, що «цінні папери, які підпадають під дію цього Закону, є документами та правами, які можуть пропонуватися суспільству у вигляді: акцій; боргових зобов'язань; інших документів і прав, пов'язаних з цінними паперами» (ст. 2). «Цінними паперами також вважаються інвестиційні угоди, які пропонуються громадськості. Інвестиційна – це письмова угода, згідно з якою інвестор передає засоби або майнові права іншій особі для інвестування в економічну діяльність в обмін на долю прибутку» (ст. 3) [186, с. 32].

Розгляд підходів до трактування поняття «бездокументарні цінні папери» за законодавством європейських країн дає підстави зазначити, що їх правове регулювання регламентувалося нормами романо-германського права, а особливістю їх правової природи є те, що вони прирівнюються до майнових прав, які фіксуються в записах в електронному реєстрі.

За англосаксонським правом піонерами в забезпеченні правового регулювання бездокументарних цінних паперів у цивільному обороті стали США.

Норми про бездокументарні цінні папери містяться в Єдиному комерційному кодексі (ЄКК) США, прийнятому в 1977 р. (офіційний текст 1978 р. має юридичну силу в 32 штатах) [161, с. 96]. Поняття «Uncertificated security» в пп. «b» ст. 8–102 ЄКК охоплює: «пай, участь або інший інтерес у майні чи підприємстві емітента, які

не представлені будь-яким документом і передача яких реєструється у книгах, що ведуться з цією метою емітентом або за його дорученням») [60, с. 320–321].

Нормативна уніфікація в ЄКК США [192] поняття «security» розмежувала обігові документи (пункт 1 статті 3–104 розділу 3) [с. 90–91] й інвестиційні цінні папери (стаття 8–102 розділу 8) [с. 198–199] у розумінні «дематеріалізованого інтересу», тобто як бездокументарного цінного папера. «Цінний папір» («security» як інвестиційний цінний папір) – це сертифікований або несертифікований цінний папір. Зупинимося на цьому детальніше: якщо папір є сертифікованим, терміни «цінний папір» та «сертифікований папір» можуть *означати «нематеріалізований» інтерес* чи *обіговий документ*, який представляє такий інтерес, або ж обидва залежно від того, що вимагається контекстом. У той же час документ, який є сертифікованим цінним папером, підпадає під дію розділу 8, а не розділу 3, навіть якщо він задовольняє вимоги останнього (п. 8 ст. 8–102). За такого підходу: «несертифікований цінний папір» – акція, доля участі чи інший інтерес у власності або підприємстві емітента чи зобов'язання емітента, які: а) не представлені у вигляді обігових документів і передача яких реєструється в книгах, що ведуться для цієї цілі емітентом або від імені емітента; б) є такого типу, з якими зазвичай проводяться операції на фондових біржах чи на ринках, і в) є будь-якими з класів чи серій, або які у відповідності з їхніми умовами діляться на класи або серії акцій, долей участі, інтересів чи зобов'язань (п. 5 ст. 8–102). Одночасно з цим «сертифікований цінний папір» вважається цінним папером на "пред'явника", якщо це підтверджується його умовами, а не з причини будь-якого індосаменту (п. 6 ст. 8–102). "Сертифікований цінний папір" – акція, доля участі чи інший інтерес у власності або підприємстві емітента чи зобов'язання емітента, які: а) представлені у вигляді обігових документів, виданих на пред'явника або у зареєстрованій формі; б) є такого типу, з якими зазвичай здійснюються операції на фондових біржах чи на ринках, або є загально визнаними в будь-якій сфері, у якій вони були видані або в якій з ними здійснюються операції як із засобами інвестування, і в) є будь-якими з класів чи серій, або які у відповідності з їхніми умовами поділяються на класи або серії акцій, долей участі, інтересів чи зобов'язань (п. 7 ст. 8–102) [192, с. 198–199].

На пострадянському просторі бездокументарні цінних паперів як об'єкт цивільного обороту почали використовуватися у так званий період «перебудови». Їх обіг регламентувався законодавством, що орієнтувалося на норми романо-германської правової системи.

Першим нормативним документом, який підтвердив шлях роздержавлення власності у правовому просторі радянських республік, що входили до складу СРСР, була постанова Ради Міністрів СРСР від 19.06.1990 р. № 590 [171]. Нею, зокрема, затверджені Положення про акціонерні товариства та товариства з обмеженою відповідальністю і Положення про цінні папери. Прийняття цих документів було першим кроком на шляху визнання приватної власності на частку в державному майні з використання нового фінансового інструменту – цінного папера, а саме акцій у бездокументарній формі, тобто з фіксацією у реєстрі акціонерів.

Визначення акції, наведене у п. 31 Положення про акціонерні товариства і товариства з обмеженою відповідальністю, на думку цивілістів [15], фактично дозволяло обіг акцій без їх випуску в документарній формі, а підтвердження володіння акціями здійснювалося шляхом видачі акціонерові сертифіката на загальну кількість акцій, що йому належали.

Вперше в юридичній літературі пострадянських країн поняття «бездокументарні цінні папери» наведене у Великому юридичному словнику [25] і трактувалося як цінні папери, що існують не в формі документа на паперовому носії, а зафіксовані в пам'яті ЕОМ або в інший подібний спосіб. У Словнику звказувалося, що до такої форми фіксації прав застосовуються правила, встановлені для цінних паперів, якщо інше не впливає з особливостей фіксації.

Така дефініція відображає тільки одну з юридичних характеристик цих фінансових інструментів у цивільному обороті, а саме як спосіб їх фіксації, проте не розкриває специфіки їх обігу на фондовому ринку.

З точки зору економістів, бездокументарні цінні папери - це іменні папіри, оскільки в електронній пам'яті вони зареєстровані на певну юридичну або фізичну особу. Варто додати, що перехід від документарної до бездокументарної форми неминуче супроводжується тим, що цінний папір, з одного боку, може втрачати

деякі свої властивості, пов'язані саме з їх матеріальним носієм, а з іншого – набувати нових якостей, які зумовлюють «електронний» характер, а саме: 1) це вже не цінні папери, а електронна форма обліку власників капіталу, які володіють насамперед певними правами і відповідними зобов'язаннями щодо використання цього капіталу; 2) фізичне відособлення капіталу від його власника [316, с. 46]. Це підтверджує фактичне володіння номінальним власником – депозитарною установою й юридичне володіння управоможеної особою правами на бездокументарні цінні папери.

Перше уніфіковане нормативне визначення поняття «бездокументарні цінні папери» для країн СНГ, яке стосувалося тільки іменних емісійних цінних паперів, було наведене у ст. 5 Модельного закону про ринок цінних паперів: «Бездокументарними цінними паперами є іменні цінні папери, права за якими засвідчуються записом на рахунку в реєстрі власників цінних паперів або записом на рахунку цінних паперів у депозитарію, що виступає як номінальний власник» [140]. Як видно, така дефініція відображає специфіку обігу дематеріалізованих цінних паперів, а саме через систему депозитарного обліку.

Звісно, деякі норми законодавства деяких країнах СНГ закріпили певні відмінності й особливості правової природи бездокументарних цінних паперів. Так, за спеціальним законодавством окремих країн СНГ [170] прототипом бездокументарних цінних паперів можна вважати короткострокові безкупонні облигації, які «не виготовляються у вигляді спеціальних паперових сертифікатів» (тобто існували у формі записів у пам'яті ЕОМ), проте могли бути придбані на праві власності або повного господарського ведення «будь-якою юридичною або фізичною особою, що не є ділером», яка може володіти, користуватися і розпоряджатися ними» [19, с. 5–6]. Як вважає Е. А. Суханов, такі норми були прийняті без врахування загальних законодавчих норм чинних на той час у РФ.

Розглянемо правове регулювання бездокументарних цінних паперів за законодавством України. Першою спробою використання на національному фондовому ринку цінних паперів у бездокументарній формі, застосовуючи міжнародний досвід розвинених країн, став випуск приватизаційних цінних паперів: приватизаційних депозитних сертифікатів, житлових чеків, земельних бонів, що

сприяло подоланню економічних труднощів, пов'язаних із перебудовою економіки нашої країни в період її становлення.

Крім того, одним із способів виникнення приватної власності на законодавчому рівні в Україні було визнано роздержавлення і приватизацію підприємств, землі й житлового фонду [97]. Кожному громадянину України надавалася можливість отримати право володіння засобами виробництва, житлом і землею за допомогою відповідних іменних приватизаційних цінних паперів (сертифікатів, купонних чеків і бонів), які засвідчували право на безоплатне придбання більшої частини державного майна, що підлягає приватизації.

Таким чином, на національному фондовому ринку з'явився особливий вид цінних паперів – приватизаційні цінні папери, правовий статус яких був встановлений Законом України «Про приватизаційні папери» [218]. Відповідно до цього Закону приватизаційні папери – це особливий вид державних цінних паперів, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду. Приватизаційні папери згідно із Законом України «Про цінні папери та фондову біржу» [224] (з відповідними змінами [205]) і новим Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223] є різновидом цінних паперів.

Перші цінні папери в бездокументарній формі як об'єкти цивільного обороту в правовому полі України з'явилися з прийняттям Концепції функціонування і розвитку фондового ринку в Україні, затвердженої постановою Уряду від 29.04.1994 р. № 277 [98], та Указу Президента України від 25.05.1994 р. № 247/94 «Про електронний обіг цінних паперів і Національний депозитарій» [212].

У чинне національне цивільне законодавство поняття «бездокументарний цінний папір» введено не відразу. Воно пройшло певну трансформацію від поняття «бездокументарна форма цінного папера», передбачене нормами Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [216], прийнятого 10.12.1997 р., а з часом і Цивільним кодексом України [286] (ч. 3 ст. 195) із змінами, внесеними Законом України від 23.02.2006 р. № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]. Так, бездокументарна

форма цінного папера – це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на цінний папір. Однак з 01.01.2013 р. ця норма з Цивільного кодексу України Законом України була вилучена від 06.07.2012 р. № 5178-VI «Про депозитарну систему України» [209], який і закріпив сучасне визначення поняття «бездокументарний цінний папір» як облікового запису на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку цінних паперів (ч. 3 ст. 3).

Оскільки цивілістична доктрина, зокрема, і стосовно бездокументарних цінних паперів формувалася тривалий проміжок часу в різних правових системах й з урахуванням різноманітних правових концепцій, пропонуємо розглядати бездокументарні цінні папери як окрему юридичну конструкцію, що слугує засобом фіксації майнових прав, засобом фіксації правової інформації; як безготівкові цінні папери; як правову абстракцію; як інструмент розрахунково-касових операцій; як односторонні правочини.

Беручи до уваги різні точки зору вчених на правову природу бездокументарних цінних паперів та з огляду на сучасну доктрину цивільного права України, вважаємо за доцільне навести авторське визначення поняття «бездокументарні цінні папери» - це електронний документ, що має встановлені законодавством обов'язкові реквізити, якими посвідчуються права (майнові й немайнові) їх першого володільця і належне здійснення обов'язків емітента, які визначаються в проспекті емісії, а також надає право управоможеній особі на їх відчуження шляхом трансферту через депозитарну установу, що засвідчується електронним підписом цієї установи після нотаріального посвідчення розпорядчого документа управоможеною особою.

Становлення правового регулювання обігу цінних паперів (документарних і бездокументарних) відбувалося одночасно з інституалізацією цих об'єктів цивільного права на міжнародному фондовому ринку.

З огляду на сказане варто додати, що бездокументарні цінні папери як оборотоздатні об'єкти цивільних прав та їх обіг у міжнародному правовому полі почали використовуватися майже одночасно в англосаксонській правовій моделі

(США, Японія та ін.) і у романо-германській (Франція, Швеція, ФРН, Болгарія, Польща та ін.), проте існують певні відмінності в регулюванні цих процесів.

Так, у США діяльність учасників фондового ринку регламентується певним переліком законодавчих актів. Основними з них є закони: 1) «Про цінні папери»; 2) «Про обіг цінних паперів»; 3) «Про державні холдингові компанії по комунальному обслуговуванню»; 4) «Про контракти між утримувачами акцій і випускаючими їх компаніями»; 5) «Про інвестиційні компанії»; 6) «Про інвестиційних консультантів»; 7) «Про санкції за здійснення операцій особами, що володіють конфіденційною інформацією через своє службове положення» [6, с. 221].

Крім того, прийняття відповідних правових норм у США дозволило об'єднати в єдину мережу, за допомогою технічних засобів обміну інформацією, усі ринки цінних паперів, підвищити їх ефективність, що сприяло розвитку конкуренції, значно збільшувало інформаційні можливості брокерів, ділерів і інвесторів, зумовило зростання кількості замовлень від інвесторів, а також призвело до якіснішого виконання цих замовлень (розділ 11А Закону «Про фондову біржу» 1934 р., зі змінами, внесеними в 1977 р.) [193, с. 60].

Бездокументарні цінні папери стали об'єктами обігу на організованому фондовому ринку через фондові біржі й позабіржевому ринку. Застосування цих фондових інструментів у цивільному обороті спростило порядок вчинення правочинів щодо них у системі депозитарного обліку.

Як відомо, депозитарна система обліку бездокументарних цінних паперів у США з'явилася «завдяки новим засобам обробки даних і зв'язку, що дало змогу створити більш ефективні й надійні процедури розрахунків за операції з цінними паперами. Об'єднання усіх засобів розрахунків за операції з цінними паперами і розвиток однорідних стандартів і процедур розрахунків забезпечувало зменшення надмірних витрат і підвищення рівня захисту капіталовкладників й осіб, які проводять операції з цінними паперами на користь капіталовкладників (розділ 17 А вищезазначеного Закону) [193, с. 116]. Крім того, у поправках до Закону «Про цінні папери», прийнятих у 1975 р., перед Комісією з цінних паперів і бірж (КЦПБ) поставлено завдання створити національну систему торгівлі цінними паперами й

загальнонаціональну розрахунково-клірингову систему. У 1978 р. введено в дію систему, що об'єднала в спільну інформаційну мережу всі біржі й членів національної асоціації фондових дилерів. Це давало можливість в режимі реального часу визначати найкращі котирування з різних цінних паперів на всіх цих ринках. Ще одним кроком на шляху формування національного ринку цінних паперів стало введення єдиної системи реєстрації правочинів щодо цінних паперів і єдиної системи котирування. За таких умов КЦПБ мало припинити переміщення акцій при врегулюванні розрахунків за цінні папери [90, с. 95].

Додамо, що однаковість при регулюванні ринку цінних паперів і їх обігу, гарантована Єдиним комерційним кодексом США, забезпечувалася шляхом «лише спеціальних правил обігу бездокументарних цінних паперів. Вказане, як мінімум, ґрунтується на загальних положеннях § 8-102 Єдиного комерційного кодексу США, де під цінними паперами розуміються як «сертифіковані», так і «несертифіковані» цінні папери [31, с. 48].

Послідовником США у питаннях нормативно-правового регулювання бездокументарних цінних паперів та їх обігу на фондовому ринку була Японія. Норми спеціального законодавства Японії, а саме Закону «Про цінні папери та фондові біржі» (1947 р.) «були наближені за низкою позицій до правових норм законів США «Про цінні папери» (1933 р.) і «Про обіг цінних паперів» (1934 р.). Японський Закон містив положення, якими унормовувалися відносини як на первинному, так і на вторинному ринку цінних паперів із метою створення умов для ефективного економічного розвитку й захисту інтересів інвесторів» [6, с. 229].

Правове регулювання використання бездокументарних цінних паперів і їх обігу на фондовому ринку у країнах Європи суттєво відрізнялося від того, як це відбувалося в англосаксонській правовій системі (наприклад, США).

Так, за законодавством Федеральної Республіки Німеччини (Закон «Про внески», прийнятий у 1972 р.) цінні папери позики з твердим відсотком дозволено було оформляти єдиним документом (глобальним сертифікатом) на відміну від подібного оформлення, зокрема емісії акцій, яке не властиве для її фондового ринку. У цій державі обіг цінних паперів скорочувався за рахунок так званих

депозитних сертифікатів, які оформлюються на велику кількість акцій. Ці сертифікати підлягають зберіганню в професійному депозитарії, що їх «демобілізує», тобто виключається можливість їх фізичного переміщення при обороті посвідчених ними прав. За таких умов емітенти цінних паперів можуть не випускати окремі екземпляри документів для кожного власника, а тим більше на кожен цінний папір. Більш того, цінні папери (фактичні права) окремих власників засвідчуються записами на особистих рахунках, тобто аналогічно бездокументарним цінним паперам. Операції з депонованими цінними паперами проводяться на безготівковій основі шляхом відображення відповідної інформації на рахунках власників [161, с. 97–98]. Згодом у Німеччині Законом «Про зберігання і придбання цінних паперів» (у редакції від 11.01.1995 р.) було дозволено випуск «глобальних сертифікатів» замість емісії безлічі цінних паперів одного виду, наприклад, облігацій федеральної позики [60, с. 320–321].

У контексті сказаного можемо зазначити, що спочатку при правовому регулюванні обігу бездокументарних цінних паперів у Німеччині була передбачена відмова від випуску будь-яких документів, що засвідчують права з цінних паперів, і фіксація цих прав в облікових книгах (реєстрах) зобов'язаних осіб. Нині так само вже вчиняється (щоправда, частково) і щодо державних й муніципальних позик, що змусило вчених говорити вже не про цінні папери, що засвідчують права вимоги, а про так звані "цінні права" (Wertrechte) [249, с. 24].

Крім розглянутих вище, у світі існують й інші механізми правового регулювання ринку цінних паперів, особливе місце серед них займає система, яка використовується у Швеції. На наш погляд, вона є прикладом жорсткої державної регламентації ключових сфер діяльності на фондовому ринку, що регулюється разом з законами ще й ухвалами уряду. У даний час ключовими законодавчими актами у вказаній сфері, є закони: 1) «Про ринок цінних паперів» від 13.06.1985 р.; 2) «Про деякі цільові емісії акціонерними фондовими суспільствами» від 04.06.1987 р.; 3) «Про Стокгольмську фондову біржу» в редакції від 01.05.1986 р.; 4) «Про комісійний фонд», прийнятий у 1979 р.; 5) «Про засоби кредитної політики»; 6) «Про спрощений порядок поводження з акціями».

На шведському фондовому ринку операції здійснюються через Стокгольмську фондову біржу, яка провадить діяльність відповідно до Закону про Стокгольмську фондову біржу в його новій редакції, що набрала чинність з 01.05.1986 р. У цьому Законі наведене визначення поняття «фондовий папір» та вказано, що фондова біржова діяльність в Швеції може здійснюватися тільки Стокгольмською фондовою біржею [6, с. 235].

Разом із Швецією піонером серед європейських країн у справі переходу на безготівкову форму обігу фондових цінностей справедливо вважається Франція, про що вже було зазначено.

Французький Закон «Про фінанси» від 30.12.1981 р. № 81–1160 передбачав, що за 18 місяців країна повністю мала перейти на систему випуску й обігу виключно у вигляді прав «відповідних безготівковим цінним паперам». По закінченні цього строку всі перераховані в Законі цінні папери мали бути переведені в безготівкову форму і зараховані на особисті рахунки, що ведуться емітентом або професійним посередником для кожного утримувача. Власники цінних паперів, випущених раніше, можуть здійснювати права щодо цінних паперів тільки за умови їх попередньої дематеріалізації шляхом вилучення сертифікатів і фіксації права записами на особистих рахунках, відкритих у емітента або професійного посередника [161, с. 98].

У країнах Східної Європи діяльність у цій сфері регламентується законами. Зокрема, у Польщі був прийнятий Закон "Про публічний обіг цінних паперів і про довірчі фонди" від 02.03.1991 р., який став правовою основою формування в цій країні фондового ринку [6, с. 238]. Згідно з цим Законом вводиться прийнятий в багатьох країнах депозитний порядок біржового обігу, відповідно до якого цінні папери не можуть бути допущені до торгівлі на біржі, якщо вони не були заздалегідь розміщені у Загальнопольський депозитарій цінних паперів, який несе відповідальність за їх реєстрацію і зберігання. Перевагою такого порядку є зниження витрат і підвищення швидкості обігу фондових інструментів, а також виключення можливості їх підробки або крадіжки. Власникам цінних паперів повинні видаватися іменні депозитні свідоцтва, що самі по собі не є фондовими

інструментами і не виступають об'єктом купівлі-продажу. До функцій Загальнопольського депозитарію цінних паперів належать: зберігання і реєстрація цінних паперів, допущених до біржового обігу; ведення реєстру депозитних рахунків для осіб, які мають право на зберігання цінних паперів на депозиті; облік руху цінних паперів на рахунках вкладників; нагляд за відповідністю між розмірами емісії і кількістю цінних паперів в обігу; обслуговування депозитних рахунків, зумовлене виконанням зобов'язань емітентів стосовно власників цінних паперів [6, с. 243].

Ринки цінних паперів у Європі тривалий час розглядалися як розрізнені, фрагментарні, щоправда, вони, по суті, й були такими, контрастуючи у цьому плані з "інтегрованими" фінансовими ринками США й меншою мірою Японії. З огляду на це у перші роки після створення Європейського Співтовариства (ЄС) особлива увага приділялася формуванню "уніфікованого ринку" капіталів у Європі, що визначалося передусім фінансовими потребами промисловців і їх прагненням забезпечити можливість конкуренції з досягненнями їх американських та японських колег.

Досвід інтегрування фондових ринків країн ЄС підтверджує доцільність налагодження стабільних міжбіржових комп'ютеризованих зв'язків, а також приєднання Національної депозитарної системи до міжнародної мережі центральних депозитарних установ, торговельних систем і міжнародної організації зі стандартизації, що, у свою чергу, забезпечить представництво суб'єктів фондового ринку України на європейському й світовому ринках цінних паперів [291, с. 3, 6, 9].

Звісно, з огляду на те, що міжнародний фінансовий ринок і міжнародний ринок цінних паперів існують уже понад 200 років, нині необхідно постійно удосконалювати фондові інструменти, які можуть використовуватися для зменшення ризикованості операцій з цінними паперами та гарантування захищеності усім суб'єктам цивільних правовідносин, з цим пов'язаних.

Одним із фондових інструментів, який, до речі, вважається ефективним засобом на ринку цінних паперів, стала процедура випуску депозитних сертифікатів. Комерційні інвестиційні банки за дорученням своїх клієнтів (або брокерських фірм, які представляють свою клієнтуру) придбають іноземні акції (облігації), що як і раніше залишаються в місцях свого зберігання (депозитаріях) і

замість яких випускаються депозитні сертифікати. Останні як замітники акцій (облігацій) відповідних компаній допускаються до продажу на регіональних фондових біржах [283, с. 346]. Країнами, які відповідно до рекомендацій «групи тридцяти» першими створили в себе центральний депозитарій, були Німеччина, Швеція та інші скандинавські країни [242, с. 225].

Як стало зрозуміло, правове регулювання ринку цінних паперів не стоїть на місці. Так, останнім часом можна спостерігати прискорення мобілізації новітніх правових моделей, використання й охорони інформатизації на ньому. Особливого значення у цьому контексті набувають унормування ведення електронного варіанта ринку цінних паперів (фондового ринку), створення сертифікованих спеціалізованих комп'ютерних систем, у яких цінні папери існують у формі електронних записів комп'ютерної системи. Зміщення векторів правової регламентації ринку цінних паперів (фондового ринку) у бік їх бездокументарної форми створює передумови для фактичних перетворень у його функціонуванні, що підтверджує необхідність гнучких змін на всіх нормативних рівнях. Безумовно, обіг бездокументарних цінних паперів за допомогою технічних пристроїв не лише відповідає загальним світовим тенденціям правової інформатизації й науково-технічному прогресу, а й здешевлює і значно спрощує процес проведення операцій з ними на ринку цінних паперів (фондовому ринку), створюючи умови для залучення більшої кількості інвесторів, учасників та тим самим розширює кордони його функціонування. Між тим, слід враховувати юридичну природу окремих видів цінних паперів і не закріплювати в нормативних актах їх бездокументарної форми [31, с. 16–17].

Досліджуючи процес дематеріалізації цінних паперів за законодавством країн, правові системи яких входять до романо-германського права, можна виокремити «три основні інститути, у межах яких відбувається правове регулювання обігу бездокументарних цінних паперів: 1) інститут спільного зберігання цінних паперів; 2) інститут випуску глобальних сертифікатів; 3) повна відмова від випуску будь-яких документів, що засвідчують права з цінних паперів, та фіксація цих прав в облікових книгах (реєстрах) зобов'язаних осіб» [249, с. 125–126], доповнивши цей перелік інститутом депозитних сертифікатів.

Аналізуючи наукові праці вітчизняних і закордонних фахівців у сфері економіки та цивілістики щодо місця депозитарної системи для правового регулювання обігу бездокументарних цінних паперів, можна: а) дати загальну характеристику такого суб'єкта фондового ринку, як депозитарна установа; б) довести необхідність її створення, в) виокремити її види, г) навести перелік операцій, які нею можуть здійснюватися на ринку цінних паперів, та розглянути законодавчу регламентацію діяльності усієї депозитарної системи.

Передусім варто вказати, що депозитарна система є складовою інфраструктури фондового ринку, який, у свою чергу, входить до міжнародного фінансового ринку. Із точки зору економічної науки депозитарна система як суб'єкт і учасник фондового ринку виступає елементом системи фінансових інститутів, сучасний розвиток яких дозволяє зменшити ризики при випуску й обігу цінних паперів, й забезпечити захист прав власників цінних паперів [11, с. 7–8], зокрема знерухомлених.

Дискусійним серед науковців залишається питання визначення: 1) понять «депозитарій» чи «депозитарна установа», «депозитарна діяльність» і 2) видів цінних паперів, які можуть бути допущені до обігу в депозитарній системі.

Так, економісти й цивілісти по-різному формулюють поняття «депозитарій». Крім того, його дефініція трансформується залежно від розвитку самого фондового ринку й появи на ньому нових фінансових інститутів і фінансових інструментів.

Зокрема, в економічній науці *депозитарієм* називають організацію, яка надає послуги із зберігання сертифікатів цінних паперів і (або) обліку прав власності на цінні папери. Іншими словами, депозитарій веде рахунки, на яких обліковуються цінні папери, передані йому клієнтами на зберігання, а також безпосередньо зберігає сертифікати цих цінних паперів. Ведення рахунків дає депозитарію можливість фіксувати (засвідчувати) право власності на цінні папери і обліковувати майнові права, ними закріплені. Рахунки, призначені для обліку цінних паперів, називаються «рахунки депо» [242, с. 228].

Цивілісти так тлумачать термін «депозитарій цінних паперів»: спеціалізована посередницька організація, що забезпечує збереження й облік цінних паперів,

обслуговує угоди, пов'язані з їх обігом, та у разі необхідності поставку паперових бланків фондових інструментів із своїх сховищ у місця, вказані їх власниками [111, с. 114–118].

На думку С. Я. Вавженчука, при визначені поняття «депозитарій» необхідно виходити з трактування його Комісією ООН по праву міжнародної торгівлі: депозитарій — це організація, основна функція якої полягає в підтриманні електронної системи рахунків у центральному реєстрі. Наведена дефініція зорієнтована на систему центрального депозитарію і дематеріалізацію цінних паперів. З огляду на основні ознаки й юридичну природу розглядуваного поняття можна запропонувати таке його розуміння: депозитарій – це професійний суб'єкт ринку цінних паперів, який є юридичною особою у формі публічного акціонерного товариства, учасниками якого виступає визначена законом кількість зберігачів, і який здійснює депозитарну діяльність [31, с. 306–311].

Під депозитарною діяльністю слід розглядати надання послуг із зберігання сертифікатів цінних паперів і (або) обліку і переходу прав на цінні папери. Професійний учасник ринку цінних паперів, що здійснює депозитарну діяльність, називається депозитарієм. Крім того, ним може бути тільки юридична особа. Особа, яка користується послугами депозитарію, називається депонентом (клієнтом). Між депонентом і депозитарієм укладається договір про рахунок «депо», який регулює їх відносини у процесі депозитарної діяльності [283, с. 267–270].

Поява депозитаріїв як суб'єктів правовідносин, які існують на фондових ринках країн Європи, США, Японії тощо, та формування там депозитарної системи дозволило «прискорити розрахунки на організованих ринках цінних паперів і спростити обіг цінних паперів, зокрема бездокументарних, через внесення змін до рахунку, який відкривався після укладення депозитарного договору, де були вказані всі істотні умови» [283, с. 267–270].

Більш того, функціонування сучасної депозитарної системи України дозволило вирішити проблеми, пов'язані з «практичною відсутністю централізованої комп'ютерної мережі, яка обслуговувала б операції з фондовими інструментами» [111, с. 114–118]. За чинним національним законодавством до депозитарного обігу потрапляють тільки емісійні цінні папери, які є

бездокументарними, на весь випуск яких емітенту оформляється глобальний сертифікат – документ, що містить інформацію про випуск цінних паперів (ст. 1 Закону України «Про депозитарну систему» [208]).

Фахівці в галузі економіки розрізняють два основних способи зберігання цінних паперів у депозитарній установі: «у відкритому (колективному) і закритому (відособленому) вигляді» [283, с. 267–270] або «відкритий, закритий та маркірований способи обліку цінних паперів в депозитаріях» [242, с. 228–234].

Зберігання цінних паперів (документарних і бездокументарних / або тільки бездокументарних) у депозитарній установі є однією з депозитарних операцій, яка науковцями трактується як сукупність дій депозитарію з обліковими реєстрами, сертифікатами цінних паперів, що зберігаються, й іншими матеріалами депозитарного обліку. Крім того, депозитарні операції поділяють на: адміністративні, інвентарні, інформаційні, комплексні й глобальні. *Адміністративні операції* пов'язані з відкриттям і закриттям рахунків депо. *Інвентарні операції* змінюють залишок цінних паперів на рахунку депо, тому вони пов'язані з прийомом цінних паперів, їх переказом або переміщенням, а також із зняттям цінних паперів із зберігання або обліку. *Інформаційні операції* пов'язані зі складанням звітів і довідок про стан рахунку депо за дорученням депонентів. *Комплексні операції* – це операції, які включають елементи різних класів операцій. *Глобальні операції* депозитарію зачіпають всі цінні папери конкретного випуску або їх значну частину, проводяться за ініціативою емітента і пов'язані з виплатою доходу по цінних паперах, погашенням боргових цінних паперів, конвертацією облігацій або акцій» зберігання [242, с. 228–234].

Як відомо, формування депозитарної системи на міжнародному фондовому ринку розпочалося у 80-рр. XIX століття, тому з часом із метою створення сприятливих умов для обігу цінних паперів (документарних та/або тільки бездокументарних) слід було провести уніфікацію регулювання правовідносин у цій сфері. Таким міжнародним стандартом щодо функціонування ринку цінних паперів стали рекомендації організації експертів під назвою "Група 30" (Г-30), спрямовані переважно, на вирішення проблем клірингу й організації фондової торгівлі. Уніфіко-

вані вимоги до національних ринків цінних паперів як учасників міжнародної торгівлі були викладені в дев'яти рекомендаціях, прийнятих у березні 1989 р. [111, с. 114–118].

Згодом, у 1995 р. рекомендації Групи 30 були перероблені. Зокрема, до попередніх рекомендацій № 3 внесено зміни, а саме вони доповнилися вимогою: «Номенклатура інструментів, прийнятих для депозитарного обслуговування, повинна бути по можливості максимально широкою. Слід домогтися якомога повнішої іммобілізації або дематеріалізації фінансових інструментів. Якщо на одному і тому ж ринку існує декілька Центральних депозитаріїв, із метою зниження розрахункового ризику та ефективного використання коштів й наявного перехресного забезпечення необхідно, щоб правила і процедури їх працювали спільно» [234].

Так, із цього приводу С. Я. Вавженчука зауважував, що оновлені рекомендації «Групи 30» «де помітним є чітке розширення рекомендації № 3, визначали подальший розвиток інституту центрального депозитарію. Потреба у створенні даного інституту пояснюється тим, що цінні папери до виникнення рекомендацій «Групи 30» оберталися переважно в документарній формі. Проте постійне збільшення обсягів торгів і, як наслідок, зростання ризиків, пов'язаних з постійною зміною місць зберігання та обліку, привели до потреби переведення їх у бездокументарну форму обліку прав на цінні папери за допомогою застосування інституту центрального депозитарію. В окреслених рекомендаціях наголошується на тому, що у центральному депозитарію має зберігатися максимальна кількість цінних паперів, якими торгують на внутрішньому ринку: акції, облігації, варанти, а також інші види інструментів, як іменні, так і на пред'явника. Вищезазначені рекомендації також являють собою авторитетне відображення бачення лідерів сегмента обігу цінних паперів та кваліфікованих експертів практичних напрямів розвитку світового ринку цінних паперів. Рекомендації «Групи 30» не втратили свого значення і нині використовуються державами у національному законодавстві» [31, с. 310].

У 2000 р. організація International Securities Services Association (ISSA) (Міжнародна асоціація з питань обслуговування цінних паперів) розробила на основі рекомендацій «Групи 30» власні «Рекомендації – 2000», якими розширила і

доповнила (з урахуванням набутого у 90-х роках досвіду) наведені вище дев'ять рекомендацій [232]. Серед новаційних восьми рекомендацій слід звернути на такі, які вимагаються для якісного функціонування міжнародних фондових ринків:

- забезпечення ефективного й швидкого здійснення розрахунків, суворо дотримуючись міжнародної системи нумерації випусків цінних паперів (стандарт ISO 6166) та використовуючи стандарти ISO 15022 для обміну повідомленнями про угоди з цінними паперами. Учасники ринку мусять ввести єдину систему ідентифікації клієнтів і контрагентів (BIC, стандарт ISO 9362) із тим, щоб сприяти впровадженню системи наскрізної обробки інформації (STP). Програми й додатки повинні мати структуру, яка забезпечувала б безперешкодну взаємодію усіх сторін (*рекомендація № 3*);

- досягнення зниження основних ризиків у системах обслуговування цінних паперів за допомогою: а) зведення до мінімуму факторів, що перешкоджають підтриманню потрібного рівня забезпечення угод і ліквідності, б) застосування кредитування цінними паперами, в) широкого використання перехресного забезпечення, г) угод РЕПО; д) здійснення розрахунків без паперового документообігу та ін. (*рекомендація № 5*);

- стимулювання взаємодії й зближення систем обслуговування цінних паперів як на національному, так і на транснаціональному рівні в тому разі, якщо це сприятиме усуненню операційного ризику, зниженню витрат і підвищенню ефективності функціонування ринку (*рекомендація № 6*);

- регуляторні органи кожної країни мусять перевіряти наявність в інвесторів, зареєстрованих у даній країні, процедур, які забезпечували б дотримання цими інвесторами законів та інших правових актів країн, в яких вони здійснюють інвестування. При цьому необхідно створити рівні умови для місцевих й іноземних інвесторів, перш за все стосовно реалізації прав акціонерів (*рекомендація № 7*);

- місцеве законодавство має передбачати розподіл власних і клієнтських активів кастодіанів, а також неможливість звернення стягнення на клієнтські активи у випадку банкрутства чи неспроможності кастодіана (*рекомендація № 8*).

Із метою подальшого удосконалення захисту прав інвесторів регулюючі органи й ринкові організації мають прагнути: 1) розробки якісного законодавства, що регулює транснаціональні правочини; 2) досягнення згоди між країнами стосовно юридичного визначення кінцевих результатів розрахунків за угодами щодо цінних паперів; 3) дієвості гарантій захисту прав власників цінних паперів у законодавстві; 4) удосконалення законодавства щодо ринку цінних паперів із метою забезпечення прав застапоутримувача, а також захисту клієнтських активів, що перебувають на зберіганні в системах обслуговування цінних паперів.

Попри декларативність наведених вище рекомендацій, треба визнати, що точка зору провідних кастодіанів значно розширює й поглиблює стандартні вимоги, встановлені для ринків фінансових інструментів рекомендаціями «Групи 30» [234].

Досліджуючи етапи становлення депозитарної системи України, слід окреслити наступне:

I) на етапі створення Центрального депозитарію одними науковцями пропонувалося з метою спрощення операцій із виконання угод з цінними паперами створити систему центральних депозитаріїв, клієнтами яких є майже всі учасники біржових операцій та в яких постійно зберігається основна частина цінних паперів, що допущені до біржового обігу, наприклад, у США центральні депозитарії існують з кінця 60-х років, в Японії – з початку 70-х, у Великій Британії – з кінця 70-х років) [111, с. 114–118]. Інші переконували в необхідності врахувати досвід таких країни, як Франція, Голландія, Бельгія, що створили міжнародний депозитарій цінних паперів EUROCLER, де депозитаріями цінних паперів були банки, та в яких передбачалося передати Центральному депозитарію на обслуговування на першому етапі лише недержавні цінні папери [93, с. 244–249].

II) на етапі формування системи депозитаріїв пропонувалося, враховуючи досвід провідних європейських держав, в яких «діють різноманітні системи депозитаріїв: централізовані (у Франції – центральний депозитарій СИКОВАМ та у Федеральній Республіці Німеччина – центральний депозитарій Deutsche Börse Clearing AG) і децентралізовані депозитарні системи (наприклад, Велика Британія, а також тих країнах (ФРН, Республіки Білорусь, Республіки Узбекистан та ін.), де

функціонує багаторівнева система депозитаріїв, яка передбачає наявність двох рівнів: до верхнього належатимуть центральні депозитарії, до нижнього – депозитарії другого рівня [31, с. 306–311], тобто ті, які встановили кореспондентські відносини з центральним депозитарієм [154]. Проте, вибудовуючи таку систему, необхідно брати до уваги, що за суб'єктами можуть бути розрахункові та кастодіальні депозитарії. *Розрахункові депозитарії* обслуговують учасників організованих ринків. Їх так називають тому, що вони, крім депозитарної діяльності, ведуть розрахунки по операціях або взаємодіють з кліринговими і торговими системами, щоб забезпечити розрахунки по операціях з цінними паперами своїх депонентів. *Кастодіальні депозитарії* надають послуги безпосереднім власникам цінних паперів, тому їх часто називають клієнтськими. Наприклад, у Росії їх поділяють на спеціалізовані й неспеціалізовані. Останні суміщають депозитарну діяльність з посередницькою (брокерською, дилерською, діяльністю по управлінню цінними паперами). Спеціалізовані обслуговують пайові інвестиційні фонди або конкретного емітента, який при емісії своїх документарних іменних цінних паперів ухвалив рішення про їх обов'язкове централізоване зберігання [242, с. 228–234].

З огляду на наведене вище зазначимо, що «залежно від специфіки національного законодавства, історичних традицій й особливостей формування національних регульованих ринків у світі умовно розрізняють дві моделі депозитарних систем: американську та європейську» [231, с. 351].

Функціонування депозитарію як суб'єкта національного фондового ринку розпочалося з моменту створення фондової біржі на виконання Закону України «Про цінні папери та фондову біржі» [224], що також пов'язано з необхідністю здійснення клірингових операцій з цінними паперами на Українській фондовій біржі, які до цього проводив Акціонерний банк «Україна», що вважався кліринговим. Проте успіх системи клірингу й виконання біржових угод безпосередньо залежить від створення й активного функціонування при фондових біржах депозитаріїв цінних паперів [111, с. 114–118].

Обіг бездокументарних цінних паперів на фондовому ринку України почав регулюватися з прийняттям Концепції функціонування і розвитку фондового ринку

в Україні, затвердженої постановою уряду від 29.04.1994 р. № 277 [98]. Ця концепція передбачала функціонування Української фондової біржі та створення Центрального депозитарію цінних паперів і впровадження електронної системи їх обігу у формі комп'ютерних записів на рахунках. Указом Президента від 25.05.1994 р. № 247 «Про електронний обіг цінних паперів і Національний депозитарій» [212] із метою подальшого розвитку в Україні фондового ринку було запроваджено електронний обіг цінних паперів відповідно до сучасних світових технологій й закріплено, що цінні папери в Україні можуть випускатися у формі записів на рахунках у системі електронного обігу цінних паперів. Також була прийнята пропозиція Української фондової біржі про створення Національного депозитарію для обслуговування електронного обігу цінних паперів на базі Центрального депозитарію цінних паперів при Українській фондовій біржі. У цьому контексті додамо, що Кабінету Міністрів України доручено затвердити Положення про електронний обіг цінних паперів і Національний депозитарій. Вищезазначеним Указом Президента України в новій редакції від 02.03.1996 р. № 160/96 [201] регламентувався випуск цінних паперів як у паперовій, так і в безпаперовій формі (у вигляді записів в електронних базах даних) та затверджено Положення про діяльність з обліку прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність.

Концепцією функціонування і розвитку фондового ринку в Україні, схваленою постановою Верховної Ради України від 22.09.1995 р. № 342/95-ВР [96], закріплені основні принципи становлення фондового ринку (ринку цінних паперів). Крім того, у цьому документі наголошувалося на необхідності досягнення цілісності даного ринку шляхом функціонуванням єдиної біржової системи, що діє під егідою Національної фондової біржі, систем Національного депозитарію і клірингу (розрахунків) по цінних паперах. Принцип цілісності, у свою чергу, потребує впровадження однакових ключових правил ціноутворення на ринку цінних паперів по всій території України.

На законодавчому рівні правове регулювання депозитарної діяльності почалося з прийняття Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [216]. Згідно із цим

Законом об'єктом депозитарної діяльності визначалися цінні папери у бездокументарній формі. Для здійснення обіг цих фондових інструментів на фондовому ринку оформлявся глобальний сертифікат на весь їх випуск (крім приватизаційних паперів), який підтверджував право на здійснення операцій з такими паперами в Національній депозитарній системі.

У першій редакції вищевказаного Закону містилося положення, що депозитарієм цінних паперів визнається юридична особа, яка провадить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. В останній редакції цього Закону дефініція поняття «депозитарій цінних паперів» зазнало змін у частині обмеження організаційно-правової форми юридичної особи, і мала такий вигляд: це акціонерне товариство, яке провадить виключно депозитарну діяльність і може здійснювати кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів (зі змінами, внесеними Законом від 04.07.2012 р. № 5042-VI [203]). Центральним депозитарієм є юридична особа, що функціонує у формі публічного акціонерного товариства відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства» з урахуванням особливостей, установлених Законом України «Про депозитарну систему України». Виходячи з цього акціонерами Центрального депозитарію можуть бути держава, Національний банк України, учасники фондового ринку, центральні депозитарії інших країн, міжнародні депозитарно-клірингові установи, а також міжнародні фінансові організації, членом яких є Україна (ч. 2, 3 ст. 9 Закону України «Про депозитарну систему України» [209]).

Звичайно, коли мова йде про центральний депозитарій цінних паперів, то, насамперед, маємо на увазі депозитарій, що здійснює зберігання й облік, а також фіксує переміщення не фізичних, а дематеріалізованих цінних паперів, які існують у вигляді комп'ютерних записів на рахунках. Однак перевести всі цінні папери в дематеріалізовану форму – справа досить клопітка й складна. Про це переконливо свідчить досвід індустріально розвинених країн. Системою електронного обігу, наприклад, Німецької касової спілки охоплено лише 20% усіх цінних паперів, у Японії JASDES здійснює облік і зберігання лише фізичних паперів, а ринок дематеріалізованих державних облігацій обслуговує Центральний банк Японії. Що

стосується трьох депозитаріїв Великої Британії, то електронним із них є лише TAURUS [111, с. 114–118].

Як видно, навіть у розвинених країнах існують проблеми, пов'язані з обігом бездокументарних цінних паперів, тому цілком логічно зазначити, що і функціонування депозитарної системи в Україні мало свого часу певні недоліки: 1) одночасно діють дві автономні облікові системи – система реєстраторів, що обслуговує документарні іменні цінні папери, і система зберігачів і депозитарію, що обслуговує бездокументарні й знерухомлені цінні папери; 2) паралельно існували системи депозитарного обліку для державних і корпоративних цінних паперів, що призводить до збільшення організаційних, технологічних і грошових витрат професійних учасників ринку й власників цінних паперів, посилення ризиків у функціонуванні системи; 3) відсутність чіткого визначення організаційно-правової форма Центрального депозитарію і розподілу сфер впливу між учасниками ринку, що представляють інтереси найбільш крупних депозитаріїв України, а саме: Національним депозитарієм України (НДУ), ВАТ «Міжрегіональний фондовий союз» (МФС), депозитарію Національного банку України і представниками [93, с. 244 – 249].

Сучасні тенденції на світових ринках капіталів спонукають учасників локальних ринків коригувати підходи до побудови систем обліку прав власності і виконання угод за цінними паперами відповідно до міжнародних стандартів. Розробкою цих стандартів у сфері організації системи депозитарної діяльності займаються такі міжнародні організації, як: Група 30 (Group 30, G+30), Асоціація європейських центральних депозитаріїв (Association of European Central Securities Depositories, ECSDA), Міжнародна організація комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), Міжнародна асоціація з питань обслуговування цінних паперів (International Securities Services Association, ISSA), Асоціація національних агенцій з нумерації (Association of National Numbering Agencies, ANNA), Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements, BIS), Комітет європейських регуляторів ринків цінних паперів (Committee of European Securities Regulators, CESR), Центр європейських реформ (Centre of Europe Reforms, CER), Європейський центральний банк (European Central Bank, ECB),

Азіатсько-тихоокеанська група центральних депозитаріїв (Asia+Pacific Central Securities Depository Group, ACG), Група Джіованніні (the Giovannini Group, GG), Асоціація центральних депозитаріїв Євразії (АЦДЄ). Головною метою розробки рекомендацій і стандартів слід визнати вдосконалення процесу взаємодії між усіма учасниками розрахунків за операціями з цінними паперами та клірингу, зниження ризиків, а також удосконалення управління системою депозитарної діяльності [122, с. 83].

До сказаного варто додати, що в новому Законі України «Про депозитарну систему України» було враховано світову практику функціонування ринків капіталу й рекомендації «Групи 30» і Міжнародної асоціації з питань обслуговування цінних паперів стосовно ключового значення такого інституту депозитарної системи, яким є Центральний депозитарій країни на противагу раніше існуючій структури Національної депозитарної системи, в якій на вищому рівні діяли декілька депозитаріїв, кожен з яких мав виключні повноваження.

Тому подальший розвиток депозитарно-клірингової системи в Україні є одним з головних факторів розвитку національного фондового ринку і його інтеграції в міжнародний фінансовий ринок. Виходячи із задекларованих Україною прагнень до євроінтеграції, пріоритетною для України має стати європейська модель сучасного ринку цінних паперів [93, с. 244–249].

Беручи це до уваги, законодавець України врахував тенденції розвитку міжнародного фондового ринку, та унормував максимальну дематеріалізацію цінних паперів і їх депозитарного обслуговування у системі Центрального депозитарію (для корпоративних цінних паперів) й Національного банку України (для державних цінних паперів та облігацій місцевих позик). Зокрема, це відображено п. 9 та 10 розділу VI «Прикінцеві та перехідні положення» нового Закону України «Про депозитарну систему України» [209] з наступними змінами й доповненнями. На підтримку цього виступали й вітчизняні науковці, які зазначали, що найбільш перспективні такі технологічні рішення, як облік цінних паперів й операцій з ними в депозитарії, а також випуск іменних цінних паперів у бездокументарній формі [161, с. 99].

Чинні норми Закону України «Про депозитарну систему України», прийнятого 06.07.2012 р. [209], закріплюють багаторівневу систему депозитаріїв. Цей Закон передбачає, що депозитарну діяльність в Україні можуть провадити Центральний депозитарій, Національний банк України (ч. 1 ст. 3). Законодавець під депозитарною діяльністю розуміє діяльність професійних учасників депозитарної системи України й Національного банку України щодо надання послуг із зберігання й обліку цінних паперів, обліку й обслуговування набуття, припинення і переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами й обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які провадять клірингову діяльність, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, депонентів, а також надання інших послуг, які відповідно до цього Закону мають право надавати професійні учасники депозитарної системи України (п. 6 ч. 1 ст. 1). Система депозитарного обліку цінних паперів існує як сукупність інформації, записів про емісійні цінні папери (вид із зазначенням типу, номінальна вартість і кількість, обмеження обігу тощо) на рахунках у цінних паперах власників таких рахунків, про емітентів, власників цінних паперів, що мають права за цінними паперами і права на цінні папери, обмежень прав на цінні папери, уповноважених ними осіб, управителів, заставодержателів, інших осіб, наділених відповідними правами щодо цінних паперів, яка містить дані, що дають змогу ідентифікувати емісійні цінні папери і зазначених осіб, реєстр кодів цінних паперів (міжнародних ідентифікаційних номерів цінних паперів), а також інша передбачена законодавством інформація (ч. 1 ст. 4).

Враховуючи сказане, зазначимо, що перспективними напрямками подальших досліджень є: створення дієвої депозитарної системи, яка забезпечить якісну реєстрацію й обслуговування корпоративних прав інвесторів і хеджерів, що посвідчуються цінними паперами, деривативами й забезпечують відповідні розрахунки, а також інтеграцію національного ринку цінних паперів до міжнародних фінансових ринків; підвищення ефективності й зменшення технологічних ризиків функціонування організованих ринків, що дозволить підприємствам отримувати на ринкових умовах довгострокові фінансові інвестиції,

сировинні, енергетичні та інші ресурси виробництва, право на отримання яких підтверджено цінними паперами або деривативами; забезпечення процесу корпоративного управління прозорою й надійною системою реєстрації права власності на корпоративні права, посвідчені цінними паперами, і як, наслідок, покращення інвестиційного клімату в Україні, сприяння розвитку інвестиційної активності населення, розширення асортименту й якості фінансових послуг [231, с. 356].

Крім того, реформування українського законодавства у сфері регулювання фондового ринку відповідно до міжнародних стандартів дозволить: 1) з одного боку, забезпечити повноцінний вихід українських інвесторів на міжнародні ринки капіталів, з іншого – залучити іноземних інвесторів на внутрішній фондовий ринок, що сприятиме притоку іноземного капіталу у країну; 2) знизити рівень ризиків при укладанні угод, прискорити проведення операцій з цінними паперами, зменшити затрати на обробку інформації. У свою чергу, створення в Україні прозорого та дієвого фондового ринку підвищить репутацію держави на міжнародній арені [122, с. 84].

Підсумовуючи, можемо зробити наступний висновок, що сучасна національна депозитарна система потребує вдосконалення за наступними напрямками:

I) організаційно-правова форма Центрального депозитарію. Необхідно змінити частку приватного сектора в бік збільшення, що дозволить «краще управляти роботою депозитарію й виділяти кошти для оптимізації процесу обслуговування значного обсягу угод, маючи можливість забезпечити безперервність роботи навіть у катастрофічних ситуаціях, а також мати капітал для подальшого розвитку депозитарію» [231, с. 355];

II) запровадження депозитаріїв (кастодіонів) нових видів, а саме, крім Національного Центрального депозитарію (далі – НЦД), необхідно створити Міжнародний Центральний депозитарій (далі – МЦД) та клієнтські депозитарії (банків, брокерів та інших фінансових посередників, які разом з НЦД і МЦД утворюють єдину систему багаторівневого тримання цінних паперів). Перший рівень – МЦД і НЦД, що знаходяться найближче до емітентів і на рахунках яких зосереджується велика кількість знерухомлених й іммобілізованих цінних паперів. Нижній рівень утворюють професійні інвестори, брокери та інші фінансові

посередники, що знаходяться в прямих договірних відносинах із центральними депозитаріями, – учасники ЦД [227, с. 20];

III) розширення переліку послуг, що надаватимуться на фондовому ринку депозитарною установою: а) навколодепозитарні послуги, надання яких сприяє реалізації власниками майнових прав, закріплених цінними паперами, наприклад, участь в управлінні акціонерним товариством й отримання доходу щодо цінних паперів, перевірка достовірності сертифікатів цінних паперів, оформлення сертифікатів цінних паперів і передача їх третім особам та ін. [242, с. 228–234]; б) встановлення кореспондентських відносин, що відкриває для українських власників іноземних цінних паперів можливість обліковувати й контролювати свої права власності, не перетинаючи кордонів України [75, с. 40]; в) можливість ведення емісійного номінального рахунку в реєстрі, який відкривається розрахунковим депозитарієм для проведення класичного IPO [296, с. 19]; г) для функціонування ринку похідних фінансових інструментів необхідно створити гарантійний і страховий фонди [299, с. 234];

IV) на законодавчому рівні розширити номенклатуру видів бездокументарних цінних паперів, які обслуговують депозитарні установи, таких як деривативи (ф'ючерси, опціони) та інші похідні цінні папери [138, с. 102], коносаменти [104, п. 6];

V) доповнення фінансових установ, що можуть утворювати депозитарну систему, зокрема, системою недержавного пенсійного забезпечення, страхування, хеджування ризиків й інститутів спільного інвестування; інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів до регіональних і світових ринків капіталу [231, с. 356];

VI) збільшення рівнів депозитарної системи, що структурно дозволить перейти до трирівневої системи номінального тримання. Для цього відкривати рахунки номінального тримання в реєстрах акціонерів, але це зможе здійснювати не будь-який депозитарій, як у даний час, а тільки центральний. Другий і третій рівень займуть розрахункові й кастодіальні депозитарії [297, с. 17–18];

VII) реформування розрахунково-клірингової системи [122, с. 84], що має відбуватися шляхом перерозподілу повноважень між центральним депозитарієм і фондовими біржами. Із цього приводу зазначимо, що доцільно передати центральному депозитарію розрахункові й облікові функції, тоді як клірингові

варто залишити за окремою установою (центральною кліринговою установою) з їх поступовою передачею фондовим біржам [297, с. 19];

VIII) централізація біржової торгівлі, бо «питома вага біржового ринку в Україні у 2012 р. становила лише 3,4 % від обсягу угод, укладених на фондовому ринку в 2012 р. Таким чином, можливості бірж на ринку цінних паперів майже не використовуються» [75, с. 40].

Насамкінець необхідно додати, що запропонована науковцями «схема взаємодії учасників на ринку при роботі центрального депозитарію й центральної клірингової установи, яка полягає в тому, що учасники ринку співпрацюють і з фондовою біржею, і з центральною кліринговою організацією, і з центральним депозитарієм через зберігачів, а інші оператори, у свою чергу, взаємодіють між собою в питаннях проведення операцій та їх обліку» [297, с. 19], стане ефективною моделлю оновленої національної депозитарної системи. Розмежування повноважень центрального депозитарію щодо розрахункової діяльності учасників на фондовій біржі й створення для цього центральної клірингової організації дадуть змогу спростити обіг бездокументарних цінних паперів на фондовому ринку України.

Вдосконалення депозитарної системи сприятиме підвищенню ефективності транскордонного обігу бездокументарних цінних паперів на вітчизняному і міжнародному фондовому ринках, дозволить використовувати ці фінансові інструменти для збільшення залучення іноземних інвестицій в розвиток національної економіки.

1.2. Ознаки бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігосдатність

Передусім зазначимо, що основні ознаки цінних паперів тією чи іншою мірою були предметом уваги правників, які досліджували проблематику, пов'язану з їх правовою природою [310, с. 76].

У науковій літературі стверджувалося, що цілісність інституту цінних паперів базується на єдності ознак цінних паперів і матеріального носія, яким виступав папір

як документ. У той же час впровадження законодавцем бездокументарних цінних паперів порушує сформований баланс юридичних конструкцій і суттєво ускладнює виокремлення єдиних ознак цінного папера. Враховуючи симбіоз цих аспектів юридичної природи цінного папера, слід виокремити його основні характерні ознаки, які дозволять більш точно окреслити поняття «цінний папір» [31, с. 62].

Спираючись на положення доктрини цивільного права, розвиток ринку цінних паперів і приписи чинного національного законодавства, зокрема, норми ЦК України, якими здійснюється правове регулювання обігу цінних паперів, а саме бездокументарних, пропонується передусім виокремити ознаки, які визначають їх обігоздатність. Деякі з них властиві класичним документарним цінним паперам. Такі ознаки вважаються основними [31, с. 62] і називаються родовими [16, с. 13].

Посилаючись на засновника науки про цінні папери В. Гордона, його сучасні вітчизняні послідовники наголошують на існування п'яти ознак, притаманних класичним документарним цінним паперам: літеральність, легітимація, абстрактність, автономність та презентація. Розглянемо кожну ознаку окремо. **Літеральність** (буквальність) означає, що володіння цінним папером дозволяє його власнику здійснювати лише буквально зафіксовані у його реквізитах майнові права. **Легітимація** (визначення законності права, повноваження) характеризує необхідність використання цінного папера для підтвердження законності прав його пред'явника. **Абстрактність** означає, що право вимоги, посвідчене цінним папером, не залежить від підстави, відповідно до якої воно виникло. **Автономність** як ознака цінних паперів полягає в тому, що особа, яка придбала документ на законних підставах, користується своїм правом автономно, тобто незалежно від волі попереднього власника документа. **Презентація** цінного папера ґрунтується на необхідності його пред'явлення зобов'язаній особі для здійснення посвідченого ним майнового права [286, с. 233].

Однак наука про цінні папери не стоїть на місці, а динамічно розвивається. Так науковцями було доведено, що не тільки ознака майнового права, засвідченого цінним папером, об'єднує звичайні й бездокументарні цінні папери, на що свого часу звертав увагу Д. В. Мурзін [146].

Питання виокремлення ознак бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігоздатність, вивчалось різними правниками і науковцями, починаючи з першого їх використання на міжнародному й вітчизняному фондових ринках як зручного фінансового інструмента для вчинення певних юридично значущих дій, які могли стосуватися як публічно-правової сфери, так і приватних правовідносин.

Однією із перших серед правників ознаки бездокументарних цінних паперів (за законодавством РФ, чинним на той час) досліджувала Л. Добриніна [66]. Науковець провела їх порівняльну характеристику, беручи до уваги ознаки документарних цінних паперів, й надала визначення поняття «бездокументарні цінні папери». До ознак бездокументарних цінних паперів нею були віднесені: 1) документарність (мається на увазі матеріальні носії: реєстр власників цінних паперів і рахунок "депо"); 2) наявність певного змісту завдяки необхідному набору реквізитів; 3) закріплення якогось суб'єктивного права у вигляді інформації про нього; 4) існування нерозривного зв'язку документа із втіленим у ньому суб'єктивним правом, яке фіксується в реєстрі цінних паперів та передається як інформація про це право; 5) пред'явлення самого документа для здійснення закріпленого в папері права, але «в обігу знаходиться не матеріальний носій (реєстр, запис по рахунку "депо"), а інформація про права, дійсність, достовірність яких може бути підтверджена випискою з реєстру або депозитарним договором»; 6) обов'язкова присутність осіб, спеціально уповноважених на ведення реєстру цінних паперів або внесення, зміну і знищення записів по рахунках "депо", які отримали в установленому порядку спеціальну ліцензію на здійснення такого роду діяльності; 7) існування певного способу фіксації інформації про права.

Співвітчизник Л. Добриніної В. А. Барулін, досліджуючи бездокументарні цінні папери у цивільному праві Російської Федерації у своїй дисертаційній роботі, запропонував власне їх визначення з позиції російської цивілістичної науки й чинного на час проведення дослідження законодавства [16, с. 12].

Крім того, вченим вказані родові ознаки, які притаманні всім цінним паперам, що характеризують бездокументарні цінні папери: а) посвідчення ними майнового

права; б) пристосованість до передачі як речі (транзитивність); в) забезпечення співпадіння власника цінних паперів з суб'єктом прав; г) віднесені законом або у встановленому ним порядку до категорії цінних паперів (*lex scripta*); д) публічна достовірність.

Разом із вказаними родовими ознаками бездокументарні цінні папери характеризуються ще й такими, що відокремлюють дану категорію від паперових цінних паперів: а) бездокументарні цінні папери посвідчують право вимоги їх володільця (як кредитора за зобов'язанням) до емітента або іншої зобов'язаної за папером особи (як боржника); б) операції з бездокументарними цінними паперами можуть вчинятися тільки при зверненні до особи, яка офіційно здійснює записи прав; в) реалізація права за бездокументарними цінними паперами здійснюється емітентом або іншою зобов'язаною особою (згідно папера) стосовно осіб, вказаних у системі ведення реєстру; г) крім форми й ознак бездокументарних цінних паперів, законом встановлюється зміст зобов'язання, яке ними посвідчене [16, с. 13–14].

Деякі цивілісти, аналізуючи наявність певних ознак документарного цінного папера, що відрізняють його від звичайного юридичного документа, й акцентуючи увагу на актуальності цих ознак для бездокументарних цінних паперів, виокремили такі: 1) необхідність їх пред'явлення для здійснення вираженого в них (за сучасною термінологією «посвідченого ними») права; 2) неподільна юридична єдність майнового права, яке становить зміст цінного папера, та способа його фіксації (паперовий документ або електронний носій); 3) обігоздатність; 4) нормативна визначеність їх видів і груп [285, с. 231–233]. Крім того, у сучасних дослідженнях доведено, що бездокументарним цінним паперам властиві такі ознаки: 1) формальність; 2) посвідчення майнових і немайнових прав; 3) вираженість у формі облікового запису на рахунку; 4) публічна достовірність; 5) оборотоздатність; 6) літеральність; 7) ведення рахунку, на якому фіксуються спеціальні права уповноваженою на підставі дозволу особою [247, с. 5].

Науковці наголошують, що крім ознак, цінні папери мають фундаментальні властивості або до них висувуються певні вимоги, які розглядаються при дослідженні цінних паперів як економічної категорії [165, с. 30]. Проте погоджуємося

з думкою правників і вважаємо заможливе використовувати їх також і для характеристики цінних паперів як об'єктів цивільних прав [310, с. 76], [282, с. 42], [93, с. 61], [107, с. 15–16], [31, с. 71–74]. Ці властивості (вимоги) наводилися для цінних паперів будь-якої форми випуску, тому вони не втрачають своєї актуальності й для бездокументарних цінних паперів.

Деякі автори у своїх дослідженнях наводять переліки фундаментальних (основних) властивостей (вимог) цінних паперів, притаманних емісійним цінним паперам, якими завжди є бездокументарні.

Отже, доречно надати зведений перелік властивостей, які можуть вважатися „ознаками, або складовими, ознак цінних паперів” [31, с. 72] (від автора – документарних і бездокументарних): 1) обігоздатність, або обіговість; 2) доступність для цивільного обороту; 3) стандартність і серійність; 4) документарність; 5) регульованість і визнання державою; 6) ринковість; 7) ліквідність; 8) ризиковість, або ризик; 9) обов'язковість виконання зобов'язань за ними; 10) інвестиційна привабливість; 11) прибутковість (дохідність); 12) конвертованість; 13) котирування, 14) надійність, 15) наявність самостійного обороту, 16) потенціал приросту вартості котирування.

Примітно, що деякі науковці, зокрема, В. Л. Яроцький [310, с. 76–111], О. В. Кологойда [93, с. 62–74], С. С. Кравченко [107, с. 15–16], В. П. Харицький [282, с. 42–44], С. Я. Вавженчук [31, с. 71–72] та ін., наводять майже ідентичні визначення цих властивостей цінних паперів, у тому числі бездокументарних, які відрізняються в незначній частині.

З огляду на поєднання ознак/властивостей (вимог), притаманних цінним паперам, виокремимо ті ознаки/властивості (вимоги), які визначають обігоздатність бездокументарних цінних паперів.

Спочатку розглянемо основні [31, с. 62], або родові ознаки [16, с. 13] бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігоздатність як різновиду фондових інструментів у складі єдиного інституту цінних паперів. Так, до ознак класичних цінних паперів (документарних), виокремлення яких обґрунтоване російськими засновниками науки про цінні папери Н. О. Нерсесовим,

М. М. Агарковим, В. Гордоном і які дозволяють відрізнити цінні папери від юридичних документів, із появою бездокументарних цінних паперів додалися ті ознаки, на які вказали їх співвітчизники, а також вітчизняні цивілісти.

Першою з класичних ознак, що відрізняла цінний папір від юридичного документа, є **презентація** цінного папера як документа чи необхідність його **пред'явлення** для здійснення посвідченого в ньому права. Ця ознака за класифікацією функцій, які у змозі виконувати цінні папери, наведеною М. М. Агаровим, підтверджує те, що вони виконують матеріально-правову функцію. Складовою цієї ознаки є ознака **документарності**.

Стосовно документарних класичних цінних паперів М. М. Агарков зазначав, що відносно *цілого ряду паперів (вексель, чек, акція тощо.) пред'явлення папера необхідне для реалізації вираженого в ньому праві. Такі документи називаються цінними паперами.* Засновник науки про цінні папери довів, що всі ці папери, характерні для різних сфер сучасного господарського життя і такі різноманітні за своїм змістом, об'єднуються спільною для них ознакою – необхідністю їх пред'явлення для реалізації вираженого в них права [5].

Із появою бездокументарних цінних паперів, що не мають паперового носія інформації про права, які вони посвідчують, деякі з науковців вважали, що ознака пред'явлення (презентації), або документарності, втратила свою актуальність для цього виду цінних паперів. До такої думки схиляються А. В. Власов [50, с. 25], Л. Р. Юлдашбаєва [305, с. 41], В. А. Барулін [16, с.12], Д. І. Степанов [264, с. 67], М. І. Петров [165, с. 28–29], В. Л. Яроцький [310, с. 32], [305, с. 470], [286, с. 231], А. А. Кукушкін [113], М. В. Самойлова [249, с. 25], О. І. Виговський [39, с. 96–97], Л. М. Саванець [247, с. 5] та ін.

Зокрема, В. Посполітак зазначав, що традиційний «документарний підхід» до цінних паперів як до паперових документів не завжди відповідає реальності. «Бездокументарні» і знеруховлені цінні папери не зовсім підпадають під традиційні ознаки цінних паперів, однак повною мірою забезпечують виконання процесуальної й матеріально-правової функції цінних паперів. Наведене дає змогу стверджувати первинність функцій цінних паперів щодо їх ознак [187, с. 24].

Проте наведений висновок був підданий критиці О. Онуфрієнком, який є прихильником документарної концепції цінних паперів. На переконання науковця, висновок про первинність функцій цінних паперів щодо їх ознак має більш економічне, ніж правове забарвлення. Аж надто категоричним здається твердження автора про те, що цінного папера «як речі – предмета матеріального світу – не існує». Таке бачення наштовхує до висновку, що за відсутності об'єкта права (цінного папера) об'єктом правовідносин виступають права, закріплені в цінному папері, при цьому документи або електронні (бездокументарні) записи є лише способом обліку носіїв таких прав. Цілком логічно, що автор вважає бездокументарні цінні папери «електронною (формою обліку) власників капіталу, яким належать наперед визначені права й відповідні обов'язки стосовно користувача цього капіталу» [157, с. 11].

Інші вчені Є. Дьомушкіна [63, с. 106 – 107], Л. Добриніна [66, с. 49–51], Г. Н. Шевченко [293, с. 30], В. А. Галанов з А. І. Басовим [242, с. 24], І. Л. Нурзад [153, с. 8–9], М. І. Петров [165, с. 23], М. Н. Кузьміна [112, с. 20], С. Я. Вавженчук [31, с. 63–64], навпаки, наголошували, що ознака документарності (пред'явлення чи презентації) цінного папера щодо бездокументарної його форми тільки змінила свою матеріальну форму, тобто вона є не паперовим носієм, а фіксацією певних прав, посвідчених цінним папером, в іншій не паперовій формі або у формі електронного документа.

У той же час з огляду на нормативний підхід електронний запис, здійснений зберігачем цінних паперів, виступає своєрідним документом, що робить запис на рахунку відповідним матеріальним об'єктом за відсутності паперової форми. Тому законодавець у такий спосіб намагається наділити ознакою «документарності» бездокументарні цінні папери [31, с. 63–64].

Вважаємо за доцільне підтримати наведену точку зору стосовно того, що бездокументарним цінним паперам властива ознака презентації (пред'явлення) у вигляді інформації в електронному записі на рахунку. Наявність цієї ознаки, визначає їх обігосдатність і забезпечує «їх функціональне призначення, яке полягає у забезпеченні стандартизованого і спрощеного механізму зміни уповноваженої

сторони у суб'єктному складі певної групи зобов'язально-правових відносин і яке за умов сучасного технічного розвитку може здійснюватися без застосування матеріальної оболонки. Таке призначення мають всі цінні папери, незалежно від факту фізичного існування їх сертифіката» [38, с. 95].

Ознака пред'явлення цінного папера, на переконання М. М. Агарова, тісно пов'язана з **другою** класичною (родовою) **ознакою** (за класифікацією Гордона) чи функцією (за класифікацією М. М. Агаркова), що також властива й бездокументарним цінним паперам як така, що визначає їх обігоздатність, йдеться **легітимацію управоможеної особи**.

На думку М. М. Агаркова [5], необхідність пред'явлення папера для здійснення вираженого в ньому права має подвійне значення, а саме «*легітимація* утримувача цінного папера як суб'єкта відповідного права має значення як на користь самого утримувача, якого він управоможує виступити з відповідною вимогою, так і на користь зобов'язаної особи, яка, виконавши свій обов'язок перед пред'явником, звільняє себе від відповідальності перед дійсним суб'єктом права, якщо утримувач таким не був».

Актуальність ознаки, яка дозволяє легітимувати управоможену особу у відносинах щодо бездокументарних цінних паперів, була підтверджена зарубіжними й вітчизняними правниками, такими як Є. Дьомушкіна [64, с. 110], В. А. Барулін [16, с. 13], М. І. Петров [165, с. 27–28] та ін. Протилежної точки зору дотримуються Г. Н. Шевченко [294], М. В. Самойлова [249, с. 25], О. І. Виговський [39, с. 96–97], С. Я. Вавженчук [30, с. 121].

Враховуючи наукові підходи, сучасну вітчизняну законодавчу базу й "особливості «безпаперового документообігу», що принципово відрізняють його від нормального обороту звичайних цінних паперів, й необхідність розробляти правові інститути, які відображають цю специфіку" [19, с. 13–15], зазначимо, що саме таким правовим інститутом виступає депозитарна система.

Зауважимо, що в сучасній депозитарній системі «основною функцією реєстроутримувача можна вважати функцію забезпечення ідентифікації власників цінних паперів шляхом обліку передачі прав з цінних паперів (тобто реєстроутримувач фіксує відносини «власник цінного папера – емітент»)» [64, с. 110]. Ця система обліку

прав на бездокументарні цінні папери дозволяє досягти співпадіння «власника цінного папера з суб'єктом права, посвідченого ним. Запис на особистому рахунку в такому реєстрі одночасно говорить і про легітимацію особи як власника цінного папера, і про наявність у нього прав кредитора за зобов'язанням, засвідченим даним цінним папером» [16, с. 13]. Діяльність депозитарної установи дає можливість забезпечити здійснення права (майнового або немайнового) управоможеною особою, що не володіє бездокументарним цінним папером у розумінні матерії. При цьому не втрачається зв'язок між правом і самим цінним папером, що дозволяє реалізувати «право з цінного папера» без пред'явлення оригіналу документа – цінного папера, бо «зв'язок, який встановлює можливість реалізувати права за цінним папером залежно від володіння правами на цінний папір, повинен існувати за будь-якої форми випуску» [165, с. 27–28]. Вказівка особи в системі ведення реєстру записами на особових рахунках або на рахунках «депо» в депозитаріях легітимує її як управоможену на цей цінний папір особу, тобто такий запис у реєстрі носить легітимаційний характер, унаслідок чого, до речі, початок презентації не є обов'язковою ознакою бездокументарних цінних паперів, на відміну від документарних цінних паперів [294]. Тому для здійснення й передачі прав, що надаються цінним папером, достатньо доказів їх закріплення в спеціальному реєстрі або на рахунку «депо» (звичайних або комп'ютеризованих) [112, с. 19]. Можливість виникнення і здійснення посвідчених ними майнових прав управоможеною особою для документарної форми їх випуску й обігу залежить від належного оформлення документа, його емісії й правомірного володіння ним, а для бездокументарної – визначається певною фіксацією майнових прав управоможених суб'єктів у формі здійснених зберігачами облікових записів (саме вони згідно із законодавством і є бездокументарними цінними паперами) з наступним їх функціонуванням у межах Національної депозитарної системи України [310, с. 7].

На наше переконання, у майбутньому обіг бездокументарних цінних паперів з огляду на легітимаційну ознаку утримувача цих фінансових інструментів в депозитарній системі буде можливий завдяки електронній ідентифікації – автентифікації. Це така електронна процедура, яка дає змогу підтвердити

електронну ідентифікацію фізичної, юридичної особи, інформаційної або інформаційно-телекомунікаційної системи та/або походження і цілісність електронних даних (п. 1 ст. 1 Закону України «Про електронні довірчі послуги») [199]. Виходячи з цього вважаємо за неможливе підтримати висловлювання юридичних працівників [229, с.25] і правників [30, с. 121], які стверджують, що ознака легітимації управоможеної особи у випадку обігу бездокументарних цінних паперів втрачає свою актуальність.

Третьою ознакою бездокументарного цінного папера, що визнається класичною (родовою) для всіх цінних паперів, у тому числі й бездокументарних, та визначає їх обігоздатність, є те, що ці фінансові інструменти засвідчують певні суб'єктивні права. Ними можуть бути будь-які права: майнові чи немайнові. Як наголошує М. М. Агарков, йдеться про неподільну юридичну єдність майнового права, яке складає зміст цінного папера та його фіксації. Ця ознака важлива ще й з точки зору виконання процесуальної функції.

Крім того, щодо паперових цінних паперів науковець М. М. Агарков зазначав, що права, які становлять зміст цінних паперів, можуть належати до різних категорій суб'єктивних приватних прав. Найчастіше їх відносять до зобов'язальних прав, але вони можуть бути також речовими правами, правами членства в корпорації або бути повноваженням на здійснення дій, що зачіпають чужу правову сферу, тобто належати до так званих секундарних прав [5].

Варто звернути увагу на той факт, що на підтримку існування ознаки засвідчення в цінному папері (документарному чи бездокументарному) суб'єктивного права висловлювалися такі цивілісти, як Л. Добриніна [66, с. 50], В. А. Галанов та А. І. Басов [242, с. 24], В. А. Барулін [16, с. 12-13], М. Н. Кузьміна [112, с. 19], М. І. Петров [165, с. 27], Г. Н. Шевченко [294, с. 30], В. С. Щербина [289, с. 109] О.І.Виговський [39, с. 98], В.Л.Яроцький [286, с. 231], С. Я. Вавженчук [30, с. 120], Л. М. Саванець [247, с. 5] та інші.

Наприклад, представник сучасної доктрини цивільного права В. Л. Яроцький зауважував, що обґрунтований у період становлення і розвитку документарної концепції цінних паперів висновок щодо тісного правового зв'язку між документом і

посвідченим ним майновим правом й нині не втрачає актуальності, хоча і підлягає коригуванню стосовно бездокументарної форми їх випуску й обігу. Наявність вказаного зв'язку визначає інструментальну роль цінних паперів усіх форм випуску і обігу не тільки в ході здійснення посвідчених ними майнових прав, а й на інших стадіях функціонування механізму правового регулювання заснованих на їх випуску й обігу майнових відносин [308, с. 470].

Треба зазначити, що для бездокументарних цінних паперів їх набувач-інвестор стає володільцем певного права, посвідченого цими цінними паперами, не в цілому. Так, замість придбання права власності на окремий цінний папір інвестор стає володільцем якоїсь ідеальної субстанції – частки в праві загальної пайової власності на певну сукупність цінних паперів. Як наслідок, право, визначене цією сукупністю цінних паперів, теж передається не повністю, а як частина чогось цілого [249, с. 25].

Крім того, враховуючи результати останніх досліджень у цивільному праві [243, с. 97], третю родову ознаку щодо посвідчення бездокументарними цінними паперами певних суб'єктивних прав доцільно модифікувати в ознаку, яка залежить від виду цих фондових інструментів, з огляду на специфіку кожного їх виду, і поділяти на: а) для бездокументарні акції, що посвідчують корпоративні права вимоги їх володільців; б) бездокументарні облігації, які посвідчують зобов'язальні (боргові) права вимоги їх володільців.

Попередня ознака взаємопов'язана з **четвертою ознакою** цінних паперів, а саме **літеральністю**, яка виходить на передній план при емісії бездокументарних цінних паперів як підстава їх виникнення [121], бо через лаконічність викладення змісту майнових прав, посвідчених цінними паперами (документарними й бездокументарними), деталізація правоможностей, що надаються його власнику, шляхом їх переліку в тексті документа (змісті облікового запису відповідно), найчастіше неможлива технічно. Літеральність в її сучасному розумінні означає, що цінні папери повинні містити обсяг правової інформації, необхідний і достатній для визначення характеру і обсягу виражених у них майнових прав, імені (найменування) їх власника (для іменних і ордерних документів), а також їх форми, групи, виду, особливостей випуску й обігу та іншої інформації правового характеру. Інші необхідні відомості, що визначають і

конкретизують особливості участі в цивільному обороті (через механізм випуску та обігу цінних паперів) посвідчених ними майнових прав, можуть міститися в інших актах піднормативного рівня [310, с. 78–80].

На нашу думку, ознака літеральності є актуальною й для бездокументарних цінних паперів як облікового запису на рахунку, що визначає їх обігоздатність. Такий обліковий запис на рахунку створюється уповноваженим на це органом на підставі даних, наданих емітентом в проспекті емісії цінних паперів. Такий порядок для бездокументарних цінних паперів дозволяє формувати структуру даних про ці фондові інструменти в системі депозитарного обліку цінних паперів. Правова інформація, яка раніше містилася на паперовому цінному папері, тепер аналогічно розміщується в електронному вигляді в реєстрі цінних паперів. Тому підтримемо думку правників, а саме В. Л. Яроцький [310, с. 78–80], Л. М. Саванець [247, с. 5] та ін., які визнають літеральність ознакою бездокументарних цінних паперів.

П'ятою класичною (родовою) **ознакою** цінних паперів (за класифікацією М. М. Агаркова), яка також у сучасній правовій доктрині цивільного права визначає обігоздатність бездокументарних цінних паперів, є **оборотоздатності прав**, засвідчених цінним папером (документарним або бездокументарним).

Заслуговує на увагу той факт, що на початку заснування науки про цінні папери вчені [5] розглядали оборотоздатність як ознаку документарних цінних паперів, спираючись на положення існуючих на той час двох доктрин: 1) французької доктрини, яка розрізняла два види паперів, - *valeurs mobilières* і *effets de commerce*; 2) англо-американської доктрини, в якій сформувалося поняття «оборотний документ (*negotiable instrument*)» як пред'явницький або ордерний папір, що надає своєму добросовісному отримувачеві право на отримання платежу, позбавлене від недоліків у праві його попередників. На думку М. М. Агаркова поняття «оборотоздатний документ» значно вужче за поняття «цінний папір», воно вельми близьке французькому поняттю *effets de commerce*, але не співпадає з ним.

На території пострадянських країн у період становлення науки про цінні папери й формування поняття «цінні папери» в класичному розумінні та їх ознак

науковці розмежовували поняття «оборотоздатний документ» і «оборотоздатний папір» [5].

Сучасні вітчизняні й закордонні науковці довели актуальність такої ознаки бездокументарних цінних паперів, як оборотоздатності. Зокрема, В. А. Барулін, М. І. Петров, В. Л. Яроцький, О. І. Виговський та ін. оборотоздатність цінних паперів, у тому числі й бездокументарних, розуміють як їх здатність до участі в господарському обороті [165, с. 28]. Так, В. А. Барулін називав цю ознаку транзитивністю і додавав, що стосовно бездокументарних цінних паперів є необхідність при вчиненні з ними операцій звертатися до особи, яка офіційно здійснює записи прав [16, с. 12]. Із точки зору інструментальної концепції, засновником якої є В. Л. Яроцький, оборотоздатність бездокументарних цінних паперів як певних прав, де паперовий бланк цінного папера в значенні матеріального носія правової інформації про ці права замінено на інший механізм – «механізм їх випуску й обігу виконує здійснений зберігачем обліковий запис, який виступає особливим технологічно-правовим об'єктом-інструментом фіксації стандартизованих майнових прав управоможеної особи. Обіг у цивільному обороті посвідчених ними майнових прав забезпечується шляхом відкриття спеціального рахунку в цінних паперах масових емісій (їх термінологічне позначення як «емісійних» і «неемісійних» автор не поділяє) одного випуску, порядок ведення якого чітко регламентований положеннями актів чинного цивільного законодавства України [308, с. 58]. У свою чергу, Л. М. Саванець довела, що бездокументарні цінні папери володіють ознакою оборотоздатності [247, с. 5], що визначає можливість їх обігу й переходу прав за цими.

Враховуючи наведені думки, погоджуємося з тим, що «сам факт існування такого об'єкта цивільних правовідносин, як бездокументарні цінні папери є наслідком визнання оборотоздатності зобов'язальних прав, інакше це явище явно випадало б з існуючого правового поля» [39, с. 99]. Ознака оборотоздатності вказаних фондових інструментів, що визначає їх обігоздатність, є не тільки актуальною, а й обов'язковою для того, щоб вони мали статус об'єктів цивільного права, наданий їм законодавчими нормами.

Наступною, **шостою**, класичною (родовою) ознакою бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, є **публічна достовірність**.

Серед паперових цінних паперів публічною достовірністю володіють ті з них, «зміст яких безумовно визначає права добросовісного їх набувача» [5]. Спираючись на праці закордонного засновника науки про цінні папери Brunner, M. M. Агарков наголошував, що в німецькій і швейцарській літературі папери, які володіють властивістю публічної достовірності, називали *Papiere oeffentlichen Glaubens* (*Scripturoobligationen*), а у французькій літературі – *impossibilite des exceptions*.

За ознакою оборотного документа усі документарні цінні папери вчений розмежував на іменні цінні папери й звичайні іменні цінні папери. На переконання вченого, останні характеризуються тим, що їх утримувач легітимується як суб'єкт вираженого в ньому права або є його правонаступником на підставі правил цивільного права. Отже, звичайний іменний цінний папір є папером, якому не притаманна публічна достовірність. Підсумовуючи, М. М. Агарков підкреслював, що до цінних паперів, які володіють публічною достовірністю, належать: цінні папери на пред'явника, ордерні й іменні, а до цінних паперів, яким не притаманна публічна достовірність – звичайні іменні цінні папери, які називають ректа-паперами (*Rectarpapiere*). На думку М. М. Агарова, їх не завжди відносять до цінних паперів. Це пов'язано з тим, що управоможеною по них завжди буває особа, яка є суб'єктом права за загальними правилами цивілістики. Проте вони володіють ознакою, загальною для всіх цінних паперів, а саме: є необхідними для здійснення вираженого в ньому права, що й спричиняє настання вельми важливих наслідків. Зважаючи на те, що ряд положень є загальним як для ректа-паперів, так і для решти цінних паперів, науковець у межах поняття «цінні папери» здійснив їх класифікації на: 1) цінні папери, яким притаманна публічна достовірність та 2) цінні папери, яким не властива публічна достовірність, або звичайні іменні цінні папери. У свою чергу, перші включають цінні папери: а) на пред'явника; б) ордерні; 3) іменні. Вони визначені М. М. Агарковим як «цінні папери у власному розумінні цього слова» [5].

Заслуговує на увагу й те, що сучасні зарубіжні (В. А. Барулін, Е. Решетіна, Г. Н. Шевченко) й вітчизняні цивілісти (Л. М. Саванець) вважають, що

бездокументарні цінні папери «характеризуються публічною достовірністю на рівні з документарними цінними паперами», що «полягає в незаперечності повноти права, засвідченого цінним папером» [16, с. 13]. Так, цінні папери «емісійні, а отже, і бездокументарні, не можуть бути оскаржені боржником (емітентом), якщо випуск цінних паперів був зареєстрований» [239, с. 31–32]. У випадку з бездокументарними цінними паперами в управоможеної особи немає документа, але це не означає, що його немає взагалі. Запис офіційної особи про ті суб'єктивні цивільні права, що належать управоможеній особі, виконано на електронному носію відповідно до правил, встановлених публічною владою, має офіційний характер, а це дозволяє визнати його документом. Крім того, вчинення всіх операцій з бездокументарними цінними паперами відображається у цьому документі, що додає йому властивість публічної достовірності. На сьогоднішній день, за влучним зауваженням А. Ю. Бушева, «у процесі розвитку засобів зв'язку були знайдені такі технічні рішення, які дозволять не тільки ідентифікувати електронні документи, зокрема цінні папери, а й практично зрівняти їх доказову силу з паперовими» [294, с. 31]. До сказаного варто додати те, що «запис в реєстрі суб'єкта, який здійснює фіксацію прав на іменні бездокументарні цінні папери, володіє властивістю публічної достовірності, яка означає автономність і незалежність прав держателя цінного папера від прав його попередника. Вбачається, що такою властивістю буде володіти й витяг із реєстру цінних паперів» [294, с. 33].

Щоправда, серед зарубіжних і вітчизняних правників є й такі, які дотримуються іншої думки, зокрема, що бездокументарна – це завжди форма звичайних іменних цінних паперів, а будь-який інший цінний папір, крім звичайного, володіє властивістю публічної достовірності [112, с. 20] та що ознака публічної достовірності у класичному розумінні притаманна виключно ордерним і цінним паперам на пред'явника [39, с. 96].

Враховуючи дискусійний характер питання стосовно актуальності ознаки публічної достовірності для бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, вважаємо за потрібне висловити власну думку. На наш погляд, спираючись на те, що бездокументарні цінні папери, які за законодавством визнані

обліковим записом на рахунку у депозитарії – публічної установи, визначеної державою, тому можна зробити висновок, що ознака публічної достовірності заздалегідь передбачена нормами права. Більш того, існує чіткий механізм їх забезпечення в системі депозитарного обліку через внесення в цей обліковий запис усієї обов'язкової інформації про ці фондові інструменти.

Вкажемо ще, що деякі вчені вважають «за необхідне розглядати публічну достовірність і абстрактність як ознаки цінних паперів з урахуванням їх взаємозв'язку і взаємозалежності», додаючи при цьому, що «публічна достовірність як ознака, заснована на абстрактності цінного папера, є загальним правилом, а каузальність – винятком із нього» [310, с. 95–96]. Стосовно ж бездокументарних цінних паперів зарубіжні науковці наголошують, що «проблема публічної достовірності й розмежування останньої з абстрактністю для неемісійних цінних паперів плавно переходить в емісійні, з документарних емісійних (пред'явницьких) – у бездокументарні емісійні (іменні). І якщо абстрактність як характеристика перш за все прав за цінним папером залишається практично безперечною властивістю емісійного цінного папера (безумовно, через призму специфіки іменного емісійного цінного папера), то при так званій дематеріалізації документа "вибивається ґрунт з-під ніг саме у публічної достовірності. Тому її застосування з погляду чинного російського права (точніше, його принципів) можливо тільки при визнанні якоїсь фікції – абстрактного документа (або, якщо ми припустимо, що права опредметнилися, змінюється саме розмежування абстрактності й достовірності: ці дві ознаки поєднують у сфері об'єкта дії, що опредметнилися або втілилися в ідеальне «нібито» право)"» [239, с. 32].

Протилежної думки дотримуються вітчизняні цивілісти, розглядаючи разом ознаки абстрактності й публічної достовірності, вони наголошують: «наведені ознаки мають *факультативний характер*, адже вони характерні не для усіх видів цінних паперів. У той же час серед науковців відсутня єдність із приводу необхідності виокремлення ознак абстрактності й достовірності. Так, Д. В. Мурзін зробив висновок, що всім цінним паперам притаманна ознака абстрактності, крім іменної акції, вони також володіють ознакою публічної достовірності, крім іменних цінних

паперів. Натомість, А. Грабов указує на те, що публічною достовірністю наділені виключно ордерні цінні папери. Більш того, абстрактність відображає матеріальний аспект публічної достовірності й закріплена у ч. 2 ст. 198 Цивільного кодексу України, згідно якого забороняється відмова від виконання зобов'язання, посвідченого цінним папером із посиланням на відсутність підстави зобов'язання або на його недійсність» [31, с. 70–71].

Враховуючи дискусійність питання стосовно актуальності для бездокументарних цінних паперів **сьомої ознаки**, а саме, **абстрактності**, що визначає їх обігоздатність у поєднанні з ознакою публічної достовірності, зазначимо наступне. Бездокументарні цінні папери за чинним законодавством України завжди є емісійними, іменними цінними паперами. Усі права за цими фондовими паперами, передбачені у проспекті емісії, переходять у відповідній частці від емітента до його першого володільця шляхом вчинення операцій в системі депозитарного обігу, а отже у емітента з'являються певні зобов'язання незалежно від підстав їх виникнення. У випадку перепродажу цих фінансових інструментів на вторинному фондовому ринку актуальною для них залишається тільки ознака публічної достовірності, бо правочини щодо них вчиняються особами, уповноваженими на це державою, – професійними учасниками фондового ринку та в депозитарній системі. Звісно, у такому разі ознака абстрактності втрачає своє значення щодо бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, бо зобов'язання по них виникають у емітента не перед їх першим володільцем, а перед наступним володільцем, що, у свою чергу, дозволяє вести мову про появу певної підстави їх виникнення – каузу. Тому бездокументарним цінним паперам властива ознака абстрактності, що визначає їх обігоздатність, тільки на первинному фондовому ринку.

Восьмою ознакою бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, є ознака (за класифікацією Гордона) або властивість (за визначенням деяких сучасних, цивілістів, зокрема М. І. Петрова) **автономності**, яка передбачає, що особа, яка на законних підставах придбала цінний папір, набула за ним право вимоги, що не залежить від прав на даний папір попереднього володаря, тобто в

цьому випадку мається на увазі **автономний (самостійний) характер**. Враховуючи цю обставину, виражене в папері право переходить до добросовісного набувача таким, яким воно позначене в папері, і тому зобов'язана за даним цінним папером особа не має права висувати такому набувачу будь-які заперечення, посилаючись на його правовідносини з попереднім кредитором. Інакше кажучи, учасники правовідносин за цінним папером можуть довіряти його формальним реквізітам, не зважаючи на інші обставини [165, с. 29]. Саме автономність цінного папера, або незалежність прав кожного правоволодільця за ними від прав правопередників, забезпечує його оборотоздатність на рівні обороту речей [310, с. 99].

Підсумовуючи наведене, можна зазначити, що бездокументарним цінним паперам властива ознака автономності, що визначає їх обігоздатність і вона пов'язана з наступною, **дев'ятою, ознакою формалізму**, яка може вважатися класичною (родовою) для цінних паперів (документарних і бездокументарних), що визначає їх обігоздатність.

Питання існування цієї ознаки для документарних цінних паперів досліджували зарубіжні й вітчизняні правники, такі як Л. В. Панова [160, с. 98–100], О. М. Решетіна [239, с. 31], М. І. Петров [165, с. 24] та ін.

Так, О. М. Решетіна виокремлювала ознаку **формалізму** цінних паперів, аргументуючи це тим, що ознака публічної достовірності є його елементом або частковим проявом [239, с. 32]. У свою чергу, В. Л. Яроцький наголошував, що ознака формалізму пов'язана з ознакою літеральності [310, с. 104]. На думку М. І. Петрова, цінний папір, незалежно від способів його фіксації, – це документ суто **формальний**, який володіє певними реквізітами, які вважаються його обличчям, зовнішнім виразом, що дозволяє надалі визначити його цінність у господарському обороті. При цьому слід відмітити, що наявність реквізитів цінного папера – підстава його дійсності. Відсутність обов'язкових реквізитів цінного папера або його невідповідність встановленій для нього формі призводить до його нікчемності [165, с. 24].

Проблему існування ознаки формалізму для бездокументарних цінних паперів вивчали зарубіжні й вітчизняні цивілісти, зокрема, Л. Добриніна, В. А. Галанов та

А. І. Басов, Г. Н. Шевченко, В. Л. Яроцький, О. Виговський, С. Я. Вавженчук, Л. М. Саванець та ін. Одні вважали, що бездокументарним цінним паперам властива ознака формалізму, що визначає їх обігоздатність, інші, зокрема О. Виговський, наголошували, що втрата ознаки формальності зумовлена зникненням формалізованого документа (з певною натяжкою під такою ознакою можна розуміти необхідність фіксації прав у певний нормативно встановлений спосіб) [42, с. 96–97].

Вище вказувалося, що наявність реквізитів – невід’ємна складова визнання документа цінним папером. **Певний набір реквізитів** для бездокументарних цінних паперів, за визначенням Л. Добриніної, – це реєстр власників цінних паперів, тобто сукупність даних, зафіксованих на паперовому носії й (або) з використанням електронної бази даних, яка забезпечує ідентифікацію зареєстрованих осіб, посвідчення прав на цінні папери, що враховуються на особистих рахунках зареєстрованих осіб, а також дозволяє отримувати й направляти інформацію зареєстрованим особам [66, с. 50].

З огляду на те, що бездокументарні цінні папери є формою капіталу і «завдяки безпаперовій формі володіння капіталом цінний папір ще більше формалізується: фізичне володіння (спочатку у вигляді грошового капіталу, потім у паперовій формі) перетворюється на облікове у вигляді електронних записів. Фізичне відділення капіталу від його власника продовжується саме в безпаперовій формі цінного папера [242, с. 24]. Проте таке нормалізування ставить перед правовласником капіталу у вигляді бездокументарних цінних паперів певні вимоги: правовласник для вчинення операцій з цінними паперами мусить звертатися тільки до наперед визначеної офіційної особи [294, с. 30–31]. Крім того, для переходу прав за бездокументарними цінними паперами, офіційна особа, якою є уповноважена особа професійного учасника фондового ринку, повинна перевірити наявність усіх реквізитів документа, що посвідчують порядок переходу прав за ними [30, с. 120].

Для бездокументарних цінних паперів наявність обов’язкових реквізитів як ознака формалізму, що визначає їх обігоздатність, передбачена проспектом емісії про їх випуск, а вимоги до нього встановлюються Законом України «Про цінні папери та

фондовий ринок» (ст. 30). Так, згідно з нормами вказаного Закону проспект емісії цінних паперів має містити інформація про: 1) емітента; 2) його фінансово-господарський стан; 3) цінні папери, щодо яких прийняте рішення про розміщення. До інформації про цінні папери належать відомості про ті цінні папери, щодо яких прийнято рішення про їх розміщення, а саме: а) вид; б) форма випуску та існування, тип (для акції), в) кількість; г) номінальна вартість; д) обсяг прав за цінними паперами; е) умови розміщення; є) умови обігу (у тому числі викупу й дій емітента, пов'язаних із викупленими цінними паперами); ї) умови погашення (для цінних паперів, що мають строк обігу); к) дата прийняття рішення про розміщення цінних паперів; л) дати початку і закінчення укладання договорів із першими власниками; м) порядок і форма виплати доходу за цінним паперами. Крім того, у проспекті емісії цінних паперів мають бути вказані й інші відомості, передбачені вказаним та іншими законами, що визначають особливості розміщення певних видів цінних паперів, та/або нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України. Обов'язковими реквізитами проспекту емісії цінних паперів також вважаються: 1) підпис керівника емітента або голови виконавчого органу; 2) підпис аудитора, який засвідчує фінансово-господарський стан емітента; 3) наявність на проспекті емісії цінного папера печатки емітента, що засвідчує підписи вищезазначених осіб.

Варто додати, що нині, обов'язковими реквізитами бездокументарних цінних паперів, «враховуючи темпи розвитку сучасного захисту електронної інформації, доцільно було б визнати електронний цифровий підпис утримувача реєстру і коди для бездокументарних цінних паперів» [31, с. 51].

Чинними нормами (ст. 4 Закону України «Про депозитарну систему» [209]) передбачено, що в системі депозитарного обліку цінних паперів вказується інформація, яка вноситься до певних реєстрів, у тому числі до реєстру кодів цінних паперів, але не зазначено, що міжнародний ідентифікаційний код є обов'язковим при оформленні проспекту емісії цінних паперів (документарних чи бездокументарних).

Отже, для впровадження електронного цифрового підпису утримувача реєстру й ідентифікації бездокументарних цінних паперів за кодами передусім необхідно на законодавчому рівні визначити їх обов'язковими реквізитами бездокументарних цінних паперів, доповнивши для цього ст. 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» відповідними положеннями.

Така «нормативна визначеність форми й реквізитів цінного папера (його формалізованість)» [310, с. 104] стосовно бездокументарних цінних паперів дозволить підтвердити актуальність такої родової ознаки, як формалізм, що визначає їх обігоздатність на сучасному фондовому ринку.

Наступною, **десятою, родовою ознакою** для бездокументарних і документарних цінних паперів, за класифікацією М. М. Агаркова, є **нормативна визначеність видів і груп цінних паперів**. На думку сучасних вітчизняних цивілістів, однією з ознак цінного папера, яку можна прослідкувати в процесі розвитку законодавства, є законодавче віднесення певного документа до поняття «цінний папір» [187, с. 24]. За словами закордонного правника В. А. Баруліна [16, с. 13], така ознака названа "Lex scripta" і є родовою ознакою для усіх цінних паперів, у тому числі й бездокументарних. На актуальність такої ознаки для цінних паперів, у тому числі бездокументарних, наголошували й інші правники, зокрема, М. І. Петров [165, с. 22, 29], В. Л. Яроцький [286, с. 231–233] тощо.

Вітчизняний цивіліст С. Я. Вавженчук, спираючись на приклади законодавства європейських країн у сфері **нормативного регулювання бездокументарних цінних паперів**, вказував, що в польському законодавстві дематеріалізовані цінні папери існують у двох формах – електронні цінні папери, де носієм прав є електронний документ, скріплений електронним підписом як підписом рівнозначної особи особисто, й електронні записи на рахунках, де функцію легітимізації виконує депозитне свідоцтво. Виходячи з відповідної нормативної тенденції, польський науковець П. Махніковскі формулює визначення бездокументарних цінних паперів з урахуванням їх різновидів. На його думку, бездокументарні цінні папери — це електронний документ (електронний запис), що

підтверджує суб'єктивне цивільне право і пов'язане з цим правом таким чином, що реалізація права неможлива без існування електронного запису [31, с. 49].

За чинним національним законодавство ознака нормативної визначеності щодо бездокументарних цінних паперів полягає в тому, що відповідно до ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [221] цінні папери за формою існування поділяються на бездокументарні й документарні. Бездокументарними цінними паперами визнається тільки обліковий запис на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку цінних паперів, а електронний документ, оформлений у встановленій законодавством формі, що містить найменування виду цінного папера, а також передбачені законодавством реквізити, розглядається як документарний цінний папір.

Частина цінних паперів, які за чинними нормами оформлюються тільки як електронні документи, стосується фінансових банківських векселів, фінансових векселів Фонду гарантування вкладів фізичних осіб та фінансових казначейських векселів [200], складських свідоцтв (ч. 3 ст. 7) [220], коносаментів [189], і з цієї підстави не визнаються бездокументарними цінними паперами та не обслуговуються в депозитарній системі України відповідно до Положення про впровадження депозитарної діяльності [174]. Варто додати, що ощадні (депозитні) сертифікати емітуються тільки в паперовій (документарній) формі згідно із Положенням про порядок здійснення банками України вкладних (депозитних) операцій з юридичними і фізичними особами, затвердженим постановою Правління Національного банку України від 03.12.2003 р. № 516 [176] (зі змінами станом на 15.08.2015 р.).

Крім того, нормативна визначеність видів і груп як ознака усіх цінних паперів, у тому числі й бездокументарних, відповідає чинним нормативним актам, прийнятим уповноваженим органом виконавчої влади у сфері регулювання цінних паперів. Так, своїм рішенням Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку в Україні впровадила Систему довідників та класифікаторів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [253]. Цим рішенням затверджено довідник «Класифікація фінансових інструментів за підгрупами», в якому усі цінні

папери, у тому числі й бездокументарні, за певними кодами були ідентифіковані й здійснена уніфікація їх поділу на підгрупи для зручності використання емітентами цінних паперів, уповноваженими рейтинговими агентствами, Центральним депозитарієм цінних паперів, компаніями з управління активами, особами, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, депозитарними установами, організаторами торгівлі, торговцями цінними паперами, управителями іпотечним покриттям, особами, які провадять клірингову діяльність, і Національним банком України при складанні й поданні до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку адміністративних даних й інформації.

Продовжуючи розгляд досліджуваного питання, вважаємо за необхідне як родову ознаку усіх цінних паперів (документарних і бездокументарних) виокремити наступну ознаку – **спосіб фіксації права, посвідченого цінним папером**, що визначає їх обігоздатність (яка є **одинадцятю ознакою**).

Примітно, що спосіб фіксації прав, посвідчених цінним папером для «безготівкових цінних паперів», виокремлювала свого часу як ознаку К. С. Дьомушкіна, підкреслюючи, що проблема полягає не в тому, щоб визнавати чи не визнавати безготівкові цінні папери об'єктом речових прав (як наголошувалося вище, ЦК встановлює таке припущення, прирівнюючи до цінного папера спосіб фіксації права), а в тому, щоб адекватно й чітко описати можливі способи фіксації прав на цінний папір та з цінного папера [64, с. 108].

Як зауважують фахівці, спосіб фіксації інформації про права можна розглядати як визначальну ознаку бездокументарного цінного папера [66, с. 52]. Вона була названа ще «пристосуванням до передачі як речі (транзитивністю)» [16, с. 12].

Повніше цю ознаку, властиву будь-яким цінним паперам, дослідила у своїй дисертаційній роботі вітчизняний цивіліст Л. В. Панова. На її думку, форма фіксації інформації про права, що складають зміст цінного папера, повинна бути підпорядкована спеціальним, строгішим вимогам, принципово відмінним від усіх інших способів посвідчення цивільних прав. Принцип єдності форми і змісту стосовно цінного папера означає оптимальне втілення на формальному рівні тієї ролі, яку цінні папери покликані відігравати в цивільному обороті.

Додамо, що способи фіксації й передачі прав мають свою специфіку для цінних паперів всіх різновидів. Відмінності можуть бути зумовлені: 1) законодавчо встановленим способом легітимації управоможеної по цінному паперу особи; 2) переліком обов'язкових реквізитів цінних паперів як документів; 3) способом використання паперових документів для посвідчення права по цінних паперах (відсутність паперового документа, глобальний сертифікат, сертифікати з великим номіналом або окремі сертифікати на кожен цінний папір); 4) можливістю постійного обліку права по цінних паперах і способом такого обліку (у реєстрі або у депозитарії); 5) змістом локальних норм, що регулюють документообіг у діяльності окремих реєстроутримувачів і депозитаріїв [161, с. 98–100].

Нормами чинного законодавства закріплено, що для бездокументарних цінних паперів таким способом фіксації прав на цінний папір і з цінного папера є обліковий запис у системі депозитарного обліку й глобальний сертифікат, що визначає їх обігоздатність.

Наявність такої ознаки бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, як «фіксація посвідчених бездокументарними цінними паперами прав у вигляді здійсненого зберігачем облікового запису (а також відкриття рахунку в цінних паперах і оформлення глобального сертифіката на весь їх випуск) також не передбачає деталізації комплексу прав, що становлять їх зміст. Таким чином, детальне текстуальне відтворення всіх правоможностей, що становлять зміст майнового права, вираженого в цінному папері (як документарному, так і бездокументарному), не є обов'язковою умовою, що дозволяє констатувати наявність розглядуваної їх ознаки» [310, с. 78–80].

На думку інших правників, спосіб фіксації прав, посвідчених цінним папером, як ознака дозволяє вести мову про те, що такий документ має відповідати установленій законодавством формі. Як бачимо, в юридичній літературі підхід до виокремлення цієї ознаки цінного папера як самостійної є неоднозначним. Це пов'язано з тим, що деякі науковці розглядають наведену ознаку у симбіозі з попередньою ознакою цінного папера (цінний папір – документ), при цьому вказуючи, що форма цінного папера вбачається у технічних характеристиках виконання бланка сертифіката цінного папера. На противагу цьому В. А. Белов і Є. О. Суханов

обґрунтовують доцільність розмежування понять «документ», «зміст документа» і «обов'язкові реквізити документа». Науковці переконані, що форма цінного папера виступає самостійною ознакою і розуміється ними як спосіб зовнішнього вираження цінного папера (вимоги щодо його бланка) [30, с. 119].

Деякі правники висловлювали думку про те, що ознаки чи властивості цінних паперів можуть бути «як легальні, так і хрестоматійні» [165, с. 22]. Ознаку способу фіксації прав, посвідчених цінним папером, що визначає їх обігоздатність, можна для цих фінансових інструментів вважати легальною.

З огляду на це ними пропонується ознаку способу фіксації прав, посвідчених цінним папером, визнати *самостійною ознакою* для бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, оскільки вона на законодавчому рівні вона закріплена чинними нормами (ч. 2 ст. 196 ЦК України): «Документ, який не містить обов'язкових реквізитів цінних паперів і не відповідає формі, встановленій для цінних паперів, не є цінним папером». Наведена норма передбачає існування одночасно двох ознак цінних паперів: 1) наявність обов'язкових реквізитів і 2) певної форми або певного способу фіксації прав, посвідчених цінним папером.

Крім загального законодавства, чинними нормами спеціального законодавства (абз. 2 ч. 3 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок») закріплено визначено поняття «спосіб фіксації прав, посвідчених бездокументарними цінними паперами», – обліковий запис на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку цінних паперів. У цьому контексті зауважимо, що законодавець називає дві форми існування цінних паперів (документарну й бездокументарну), а не спосіб фіксації прав, посвідчених ними, що було б юридично коректніше (абз. 1 ч. 3 ст. 3 вказаного вище Закону).

Спираючись на сказане і враховуючи, авторське розуміння поняття «бездокументарні цінні папери» як електронного документа, пропонуємо внести зміни до ч. 3 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (у певні абзаци) і викласти їх у такій редакції:

«Цінні папери за способом фіксації поділяються на: паперові цінні папери і бездокументарні цінні папери.

Бездокументарним цінним папером є електронний документ, зафіксований у системі депозитарного обліку та визнаний таким у законодавчому порядку.

Паперовим цінним папером є паперовий документ, що має визначені законодавством реквізити і містить найменування виду цінного папера.»

Погоджуючись з думкою С. Я. Вавженчука [30, с. 120–121], виокремимо наступну (дванадцяту) родову **ознаку**, яка властива обом формам цінних паперів (документарній і бездокументарній), а саме **ознаку, яка передбачає належне здійснення прав і обов'язків, що впливають з умов їх випуску.**

Ця ознака теж визначає обігоздатність бездокументарних цінних паперів та є наслідком появи відповідної норми у ЦК України (ч. 2 ст. 198), згідно з якою відмова від виконання зобов'язання, посвідченого цінним папером, з посиланням на відсутність підстави зобов'язання або на його недійсність недопустима, й за її наявності має наставати відповідальність володільця незаконно виготовленого або підробленого цінного папера у вигляді вимоги про належне виконання зобов'язання, посвідченого цим папером, та про відшкодування збитків.

З огляду на те, що в юридичній літературі можна віднайти різну кількість ознак цінних паперів, варто наголосити, що це пов'язано у першу чергу з тим, що кількісний показник ознак цінних паперів прямо залежить від розуміння їх юридичної природи [31, с. 62]. Як наслідок, вбачаємо за необхідне виокремити ще й **спеціальні ознаки** бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігоздатність, на які звертали увагу науковці: а) емісійність, б) конвертаційна здатність; в) опосередковане володіння.

Ознаку емісійності бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, доречно розглядати як самостійну спеціальну ознаку бездокументарних цінних паперів, яка спочатку слугувала критерієм поділу цінних паперів на різновиди: емісійні або неемісійні.

Багато науковців, вивчаючи цю ознаку, аргументувало доцільність виокремлення її як спеціальної, що визначає обігоздатність бездокументарних цінних паперів. Дослідження проводилися за такими напрямками:

1) масовий характер їх випуску, бо «бездокументарні цінні папери, з урахуванням їх правової природи, не можуть випускатися в індивідуальному порядку. Вони завжди випускаються та функціонують у цивільному обороті тільки у вигляді цінних паперів масових емісій» [313, с. 123];

2) інвестиційний характер обігу. У науковій літературі існують різні точки зору щодо співвідношення понять «емісійні цінні папери» й «інвестиційні цінні папери». Одні вчені вважають, що всі емісійні цінні папери є інвестиційними, оскільки призначені для здійснення інвестицій, тобто залучення в об'єкти підприємницької та/(або) іншої діяльності з метою отримання прибутку та/(або) досягнення іншого корисного ефекту. Проте не всі інвестиційні цінні папери належать до емісійних, оскільки не всі відповідають ознакам, закріпленим у цивільному законодавстві [100, с. 250]. Інші науковці наголошують на спеціальній назві цінних паперів, передбачених законодавчими нормами іноземних країн, які виконують інвестиційну роль на міжнародному фондовому ринку. Йдеться про: а) «обігові документи» (negotiable instruments), до речі, цей термін аналогічний в англосаксонському праві (за законодавством США) поняттю «цінний папір», що використовується в романо-германській системі права, та б) поняття *valeurs mobilières* (за законодавством Франції), що «охоплює собою сукупність паперів, які складають предмет масових емісій, та що можуть обертатися на фондовій біржі за сприяння фондових маклерів» [162, с. 179]; в) дематеріалізацію цінних паперів (за законодавством Німеччини), що передусім стосується інвестиційних цінних паперів, які обертаються на фондовому ринку, так званих *Effekten*, тобто замінні цінні папери, що володіють властивістю публічної достовірності і обертаються на ринку довгострокових капіталів [249];

3) обов'язковість закріплення майнових і немайнових прав, посвідчених цими фондовими інструментами, «в тому об'ємі, в якому вони встановлені в рішенні про випуск даних цінних паперів, та відповідно до законодавства» [100, с. 250];

4) легітимуючий порядок встановлення їх власника «на підставі запису в системі ведення реєстру власників цінних паперів або, у разі депонування цінних паперів, на підставі запису по рахунку депо» [165, с. 38–39].

Для повноти висвітлення досліджуваного питання варто зауважити, що в Єдиному Комерційному Кодексі США [192] (далі – ЄКК) під поняттям «security» розуміються обігові документи (у розділі 3) [с. 90] або інвестиційні цінні папери (у розділі 8) [с. 197]. Так, обіговий документ («security» "інструмент") – це безумовна обіцянка чи наказ сплатити визначену грошову суму з відсотками, комісійними або іншими зобов'язаннями, платежами, вказаними в обіцянці чи наказі, або без них, якщо такий документ: а) підлягає оплаті пред'явникові або наказу в момент, коли він був виданий, або коли він уперше переходить у володіння держателя; б) підлягає оплаті на вимогу (за пред'явленням) або у визначений строк; і в) не встановлює інше зобов'язання або вказівку особи, яка обіцяє чи наказує здійснити платіж чи вчинити якусь дію на додаток до грошового платежу (п. 1 ст. 3–104 ЄКК) [192, с. 90].

За закордонним законодавством емісійний цінний папір – це будь-який цінний папір, зокрема бездокументарний, якому одночасно притаманні наступні ознаки: 1) закріплює сукупність майнових і немайнових прав, що підлягають посвідченню, відступлення права вимоги й безумовне здійснення з дотриманням встановлених законом форми і порядку; 2) розміщується випусками, під якими розуміється сукупність цінних паперів одного емітента, що забезпечують однаковий об'єм прав власникам і однакові умови емісії (первинного розміщення); 3) має рівні об'єм і строки реалізації прав усередині одного випуску незалежно від часу придбання цінного папера [283, с. 11].

Зауважимо, що в національному законодавстві визначення поняття «емісійні цінні папери» містилося в первинній редакції Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (ч. 2 ст. 3) [222]. Емісійні цінні папери – цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент). До емісійних цінних паперів належать: акції; акції корпоративного інвестиційного фонду; облігації підприємств; облігації місцевих позик; державні облігації України; іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю (далі – сертифікати ФОН); інвестиційні сертифікати; казначейські зобов'язання України; облігації міжнародних фінансових організацій. Цінні папери, які згідно з цим Законом не є емісійними

цінними паперами, можуть бути визнані такими Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, якщо це не суперечить спеціальним законам про такі групи та/або види цінних паперів.

Дематеріалізація цінних паперів, що стосувалася тільки двох їх видів (акцій та облігацій), які є предметом масових емісій, зумовила необхідність змінити ці законодавчі норми. Проте чинна редакція ч. 2 ст. 3 вказаного Закону містить визначення тільки неемісійних цінних паперів, які можуть існувати виключно в документарній формі, а за формою випуску можуть бути лише ордерними або на пред'явника. Отже, неемісійні цінні папери видаються й існують виключно в документарній формі як паперові або електронні документи. Перелік цінних паперів, що можуть видаватися як електронні документи, визначається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням із Національним банком України. Зокрема, такими визнані тільки фінансові казначейські векселі [208], коносаменти, складські свідоцтва, аграрні розписки, казначейські векселі. Тільки в паперовій (документарній) формі можуть бути емітовані ощадні (депозитні) сертифікати (абз. 5 п. 4.1 гл. 4 Положення про порядок здійснення банками України вкладних (депозитних) операцій з юридичними і фізичними особами [176] зі змінами та доповненнями, внесеними станом на 15.08.2015 р.). Тому всі інші цінні папери визнані національним законодавством емісійними, тобто, вони можуть бути випущені емітентом у бездокументарній формі й обслуговуватися депозитарною системою України.

У науковій літературі з цього приводу вказувалося: «З огляду на те, що основною формою випуску емісійних цінних паперів є бездокументарна, чимало авторів не визнає емісійні цінні папери як цінні папери, тоді як не менша кількість юристів вважає, що бездокументарні емісійні цінні папери мають право на існування і, більш того, є перспективними в майбутньому» [294, с. 30].

Вітчизняні правники підтримують наведену точку зору і так трактують поняття «цінні папери масових емісій» – це функціонуючі в цивільному обороті в документарній або бездокументарній формі об'єкти цивільних прав одного випуску (емісії), які є правовим засобом встановлення, реалізації та забезпечення

оборотоздатності майнових прав, що становлять їх зміст, мають рівну і кратну встановлену законодавством мінімальному розміру номінальну вартість, посвідчують частку участі їх власників у єдиній великій позиції, статутному фонді АТ або дають право на отримання частини державного майна в процесі його приватизації, умови випуску і обігу яких передбачають однаковий порядок виплати відсотків або дивідендів (для доходних цінних паперів, питома вага котрих у їх загальній масі найбільш висока), строки їх погашення та інші рівні правові можливості» [313, с. 127].

Підсумовуючи наведене вище, пропонуємо визнати, що бездокументарні цінні папери наділені ознакою емісійності, яка визначає їх обіговість та передбачає: а) масовий характер їх випуску, б) обов'язковість фіксації посвідчених ними прав у рішенні про випуск, в) легітимацію їх власника на підставі запису в реєстрі цінних паперів у депозитарії і г) публічне розміщення інформації про їх випуск.

Розглянемо наступну ознаку, яка є спеціальною, а саме, **конвертаційна здатність цінного паперу (документарного чи бездокументарного)**, що визначає їх обігоздатність. Визначення цієї ознаки дається як цивілістами, так і економістами. З юридичної точки зору, **конвертація** – це обмін цінних паперів одного виду (категорії, типу) на цінні папери другого виду (категорії, типу) [31, с. 73–74]. Щоправда, економісти дають більш розгорнуте визначення поняття «конвертація цінного папера» і вказують, що під нею потрібно розуміти вилучення емітентом з обороту й анулювання цінних паперів певного виду через їх обмін на цінні папери іншого виду того самого або іншого емітента (у разі реорганізації першого), тобто акцентується увага на основній ознаці конвертації, а саме на анулюванні цінних паперів, що підлягають обміну у процесі такої конвертації.

Слід додати, що якщо поняття «конвертація цінного папера» визначається як специфічний спосіб розміщення цінних паперів, що являє собою правомірні дії емітента або власника цінного папера, направлені на зміну форми капіталу шляхом вилучення цінного папера з цивільного обігу або ліквідації його наявних ознак [31, с. 73–74], то в цьому випадку йдеться про документарні цінні папери.

Бездокументарним цінним паперам (акціям та облігаціям) також властива конвертаційна ознака, що визначає їх обігоздатність. Можливість конвертації законодавцем надається емітенту цінних паперів (документарних чи бездокументарних) (ст. 5² Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» – набула чинності з 01.01.2014 р., доповнена Законом України від 05.07.2012 р. № 5080-VI [214]). Конвертування здійснюється в будь-який проміжок часу з попереднім повідомленням про це їх володільців, після отримання їх згоди й здійснення певних розпорядчих дій для повідомлення про це відповідальної особи в системі депозитарного обліку. У зв'язку з чим на рахунку в цінних паперах у депозитарній системі буде зазначено про зміну зобов'язальних прав, що посвідчуються бездокументарними цінними паперами, та змінено порядок виконання зобов'язань за ними.

Таким чином, конвертація бездокументарних цінних паперів (акцій та облігацій) означає юридичний склад – дії емітента як уповноваженої особи, що має можливість, надану йому законодавцем, у разі необхідності здійснити обмін одного виду зобов'язань за цими фондовими інструментами на інший вид зобов'язань перед їх володільцем.

Наступною спеціальною ознакою бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, є **опосередковане володіння**, яка може бути протиставлена іншій ознаці тільки документарного цінного папера – нерозривному зв'язку між самим цінним папером і посвідченим ним правом, що, на думку окремих науковців, втратила свою актуальність для бездокументарних цінних паперів.

За визначення Л. Добриніної, наявність "утримувача реєстру або депозитарія як особи, яка передає і реалізує права за бездокументарними цінними паперами, ускладнює правовий зв'язок» [66, с. 52]. Протилежної думку дотримуються вітчизняні цивілісти, додаючи, що існує «тісний правовий зв'язок між вираженим у цінному папері майновим правом і здійсненим зберігачем обліковим записом, що опосередковується шляхом відкриття й ведення рахунку в цінних паперах, характерний і для бездокументарної форми їх випуску, адже без звернення до зобов'язаних осіб Національної депозитарної системи воно не може ні виникати, ні здійснюватися, ні передаватися, ні припинятися [310, с. 289–290]. Передача, надання й обмеження прав

повинні офіційно фіксуватися особою, яка несе відповідальність за схоронність офіційних записів, забезпечення їх конфіденційності, надання правильних даних про такі записи, здійснення офіційних записів про проведені операції [282, с. 53]. Те, що функцію інформування про наявність права та його суб'єкта виконує не документ, а запис у відповідній системі обліку, не вносить коректив до системи взаємовідносин «суб'єкт права – зобов'язана особа – треті особи» [39, с. 97]. На противагу безпосередньому володінню при непрямому (опосередкованому) триманні між емітентом цінних паперів й інвестором з'являються один або декілька посередників, які разом з обліком цінних паперів можуть вчиняти з ними різні операції. Такими посередниками найчастіше виступають депозитарії [227, с. 20]. Отже пряме володіння цінними паперами, для якого характерна наявність прямих зв'язків між власником папера й емітентом, поступається місцем так званій системі опосередкованого володіння (англ. «*indirect holding system*»), у якій між інвестором і емітентом з'являється посередник (зберігач, депозитарій), який здійснює облік прав на цінні папери [191, с. 484].

Правовий зв'язок між бездокументарними цінним паперами і правом, яке вони посвідчують, не зникає з появою в системі фіксації прав спеціально уповноваженої законодавцем особи. Така фіксація робить цей зв'язок опосередкованим завдяки електронним комунікаціям і програмним продуктам, що дозволяє дистанційно здійснювати розміщення, відчуження й погашення бездокументарних цінних паперів при їх навіть транскордонному обігу.

До речі, властивостями економічного характеру, які економісти виокремлюють як ознаки, для бездокументарних цінних паперів є їх надійність, серійність, стандартність, ринковість, що визначають обігодатність цих фондових інструментів.

Зокрема, науковці наголошували на актуальності для бездокументарних цінних паперів ознаки надійності. Так, А. В. Майфат [128, с. 83–84, 87], В. Л. Яроцький [310, с. 7, 52] та інші вказували, що за **ознакою надійності** можна визнати американські securities як обігові цінні папери (*обігодатні цінні папери за сталою термінологією*), які теж можуть бути бездокументарними.

Крім того, про підвищену надійність і мінімізації ризиків як ознаку бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність, вів мову М. І. Петров [16, с. 23], а про достовірність і повноту інформованості учасників фондового ринку, про ціни, угоди і пропозиції щодо цінних паперів, чесність, культуру відносин, високий ступінь взаємної довіри – І. Безклубий [18, с. 34].

На нашу думку, ознака надійності властива бездокументарним цінним паперам та визначає їх обігоздатність з огляду на існування єдиних вимог щодо їх обігу на фондовому ринку й контролю з боку держави через уповноважений на це орган – Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку України.

Наступною спеціальною ознакою бездокументарних цінних паперів, що визначає їх обігоздатність на ринку цінних паперів, є **серійність**. За визначенням серійність – це можливість випуску цінних паперів однаковими серіями, класами [165, с. 30]. Саме до таких цінних паперів відносять емісійні цінні папери, якими визнаються бездокументарні цінні папери.

Емісійними цінними паперами, як уже відмічалось, є призначені для вільного обігу і здатні до обігу на організованому ринку цінних паперів майнові права. Вони випускаються серіями в передбачених законом формах із метою залучення інвестицій (капіталу) для створення і розвитку підприємницької справи їх емітентом, а також у рамках цієї серії мають однакові реквізити, обертаються і погашаються емітентом на єдиних умовах» [313, с. 127]. Зокрема, має місце можливість емісії більшості цінних паперів однорідними серіями з наступною їх реалізацією. Безумовно, серійність не притаманна всім цінним паперам. Наприклад, товаророзпорядчі цінні папери не наділені властивістю серійності, адже мета їх випуску полягає в забезпеченні розпорядження конкретним майном або майновими правами, що посвідчує цінний папір [31, с. 72].

Завдяки серійності, що є ознакою емісійних цінних паперів, якими завжди є бездокументарні цінні папери, емітент має можливість здійснювати емісію певних їх видів окремими серіями. Відповідно до чинного законодавства України емісійними цінними паперами визнаються тільки акції й облігації, випуск яких відбувається серіями у бездокументарній формі.

Розглянемо таку спеціальну ознаку цінних паперів, як є **стандартність**. Вона означає, що будь-який цінний папір повинний мати стандартний зміст (стандартність прав, що надає цінний папір, стандартність учасників, строків, місць торгівлі, правил обліку та інших умов доступу до зазначених прав, стандартність правочинів, пов'язаних із передачею цінного папера, стандартність форми цінного папера тощо). Саме ця ознака робить цінний папір товаром, здатним обертатися [165, с. 30].

До речі, ознака стандартності властива й бездокументарним цінним паперам, бо нормами чинного вітчизняного законодавства закріплено існуючі види цінних паперів за формами їх випуску і їх групи (ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]). Додамо, що перелік цінних паперів, які можуть бути знерухомлені, або випускатися у бездокументарній формі й обслуговуватися в депозитарній системі, визначається певними рішеннями Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Зокрема, Положення про провадження депозитарної діяльності [174] передбачає, що Центральний депозитарій, депозитарні установи здійснюють депозитарну діяльність лише стосовно емісійних цінних паперів, яким призначений міжнародний ідентифікаційний номер цінних паперів (пункт 1 розділу II). Цією вимогою НКЦПФР встановила певні стандарти обігу бездокументарних цінних паперів у депозитарній системі.

Таким чином, для бездокументарних цінних паперів ознака стандартності, що визначає їх обігодатність, забезпечується законодавчими нормами, які впроваджені законодавчим органом держави, їх виконання контролюється уповноваженим державним органом – Національною комісією з цінних паперів та фондовому ринку. Ці норми стосуються, зокрема, й єдиного порядку емісії бездокументарного цінного папера як певного юридичного складу й є складовою самостійного обороту бездокументарного цінного папера [121], а також їх обігу на вітчизняному фондовому ринку.

На такій **ознаці, як ринковість** будь-якого цінного папера (документарного чи бездокументарного), що визначає його обігодатність, зупинимося більш детально. Її наявність вказує на те, що цінний папір існує тільки як особливий

товар, який повинен мати свій ринок із притаманною йому організацією, правилами роботи на ньому тощо. Щоправда, належати ринку, бути товарами мають і ті ресурси, правами на які є цінні папери [165, с. 31].

Як бачимо, ознака ринковості забезпечує цивільний оборот бездокументарних цінних паперів, які разом із документарними утворюють єдиний інститут цінних паперів. Це стало можливим завдяки тому, що цінні папери є товаром, який реалізується на фондовому ринку та володіє специфічними характеристиками, необхідними для цього: а) *споживча цінність*, тобто можливість задовольняти потреби, та б) *вартість* – можливість еквівалентно обмінювати на інший товар. Для цього достатньо, щоб цінним паперам були притаманні: 1) обігоздатність, що сприяє їх інвестиційній привабливості; 2) потенційна матеріальна зацікавленість необмеженого кола інвесторів у придбанні цінних паперів, що вбачається у виплаті дивідендів, процентів, у збільшенні їх курсової вартості та ін. [162, с. 175–176].

Крім зазначених характеристик, додається ще й цінова характеристика, що визначає основи функціонування фондового ринку. Із цього приводу додамо, що співвідношення ціни, попиту і пропозиції є головним критерієм, який управляє фондовим ринком, він залежать не тільки від функціонального статусу учасників ринку, а й від сукупності інших критеріїв – політичних, макроекономічних і психологічних. До речі, саме з огляду на це фондовий ринок будь-якої країни є більш динамічним, ніж товарний [310, с. 106–107].

Таким чином, бездокументарні цінні папери, як і документарні, є оборотоздатними об'єктами цивільних прав, що мають попит на фондовому ринку. Вартісні характеристики прав, що посвідчують бездокументарні цінні папери, звісно, залежать саме від попиту на них, а рівень попиту на ці фондові інструменти, у свою чергу, впливає на рівень їх обігоздатності і можливість задовольняти потреби як мажоритарних інвесторів у них, так і міноритарних їх володільців. Для підвищення попиту, а відповідно, й ринковості бездокументарних цінних паперів треба удосконалити систему їх розміщення і спростити доступність до інформації про них завдяки її поширенню у друкованих засобах масової інформації. В зв'язку з цим пропонуємо внести зміни до Положення про розкриття інформації емітентами

цінних паперів, затвердженого рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 03.12.2013 р. № 2826 [181], доповнивши п. 5 підрозділу 1 розділу II положенням про розміщення особливої інформації про емітента емісійних цінних паперів в газеті «Голос України» або «Урядовий кур'єр».

До сказаного варто додати, що сучасний ринок цінних паперів в Україні є доволі метастабільним, йому властива наявність значної кількості латентних нормативних колізій, а це, звісно, «охолоджує» інтерес інвесторів і, як наслідок, уповільнює його подальший розвиток як правового явища. Серед низки проблем правового характеру дослідники ринку цінних паперів особливо акцентують на недосконалості інфраструктури фондового ринку і неорганізованості ринку, що призводить до проведення «фіктивного котирування» й викривлення цін на ринку. Крім того, до проблемних моментів окресленого спектра можна віднести низький рівень правової поінформованості громадян щодо діяльності, пов'язаної з обігом цінних паперів, що не дає можливості підвищити рівень функціонування ринку цінних паперів (фондового ринку) і залучити до нього нових інвесторів, учасників [31, с. 16–17].

Отже, треба підвищувати правовий інтерес до них «з боку суб'єктів цивільного права, який ґрунтується на відповідних їх споживчих властивостях і якостях, які зумовлюють їх цінність», що знаходить свій прояв у: а) розумінні посвідчених ними прав, б) значенні поняття «фондові цінності» (іноді «активи»), в) можливості їх розгляду як біржового товару (предмета) з визначеною (як правило, у самому їх тексті) ціною (номінальною вартістю) [310, с. 105].

Обов'язковою складовою забезпечення ефективного функціонування ринку цінних паперів, успішного проведення на ньому інвестиційної й професійної діяльності є прозора система розкриття інформації про учасників фондового ринку. Система розкриття інформації на фондовому ринку дає можливість інвесторам та іншим зацікавленим особам оцінювати ефективність управління інвестиційними процесами, створює умови для добросовісної конкуренції між емітентами цінних паперів [236, с. 90].

Необхідно додати, що ціновий критерій для ознаки ринковості цінних паперів, у тому числі бездокументарних, має переважне значення. Отже, треба розробити методику

розрахунку ціни цих фондових інструментів залежно від вартості прав, посвідчених ними, та рівня «фондової цінності» в межах їх цивільного обороту на певній території.

Підсумовуючи наведене вище, зазначимо наступне: на перший погляд може здатися, що ознаки, які напрацьовані цивілістикою для документарних цінних паперів не можуть бути поширені на ознаки бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обіг. Разом із тим, варто зробити висновок, що з певними застереженнями та з врахуванням окремих особливостей перелічені ознаки можуть бути взяті до уваги при визначенні правової природи бездокументарних цінних паперів.

Висновки до розділу 1

1. Автор поділяє погляди вчених щодо необхідності вдосконалення сучасної національної депозитарної системи відповідно до міжнародних стандартів на фондовому ринку, передбачених рекомендаціями, розробленими міжнародними організаціями («Групою-30», ISSA (2000 року) та ін.).

2. У ході дослідження особливостей виникнення й розвитку системи обігу бездокументарних цінних паперів у різних правових сім'ях систематизовано точки зору наукової спільноти на правову природу цих фондових інструментів. Враховуючи цивілістичну доктрину про бездокументарні цінні папери, доведено, що правова природа цих фінансових інструментів розглядалася вченими як: 1) окрема юридична конструкція, що слугує: а) засобом фіксації майнових прав, б) засобом фіксації правової інформації 2) безготівкові цінні папери; 3) правові абстракції; 4) інструмент розрахунково-касових операцій.

3. З огляду на сучасну правову доктрину цивільного права, спираючись на різні точки зору вчених на правову природу цих фондових інструментів, наведено авторське визначення поняття «бездокументарні цінні папери» – це електронний документ, що має встановлені законодавством обов'язкові реквізити, якими посвідчуються права (майнові й немайнові) їх першого володільця та належне виконання обов'язків емітента, визначені в проспекті емісії, а також дає право управоможеній особі на їх відчуження шляхом трансферту через депозитарну

установу, що засвідчується електронним підписом цієї установи, після нотаріального посвідчення розпорядчого документа управоможеною особою.

4. Підтверджено, що для здійснення обігу бездокументарних цінних паперів на національному фондовому ринку існують певні обмеження, які стосуються: 1) приватного розміщення бездокументарних акцій (акцій закритих акціонерних товариств) і бездокументарних облігацій не може здійснюватися на первинному національному ринку цінних паперів; 2) розміщення емісійних цінних паперів може здійснюватися тільки через посередників: андеррайтерів, дилерів, брокерів (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок України»), крім певних винятків; 3) обіг акцій і облігацій, які належать фізичним особам (міноритарні володільці), не обслуговуються в депозитарній системі. У зв'язку з цим можна вести мову про неповну обігоздатність бездокументарних цінних паперів.

5. Дослідивши ознаки бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігоздатність на міжнародному та національному фондовому ринку, обґрунтовано наступне: на перший погляд може здатися, що ознаки, які напрацьовані цивілістикою для документарних цінних паперів, не можуть бути поширені на ознаки бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обіг. Разом із тим варто зробити висновок, що з певними застереженнями та з врахуванням певних особливостей, наступні ознаки можуть бути враховані для визначення обігоздатності бездокументарних цінних паперів. Запропоновано такий перелік основних родових (загальних) ознак: 1) презентація у вигляді інформації в електронному запису на рахунку; 2) легітимація управоможеної особи; 3) ознака посвідчення певних суб'єктивних прав: а) для бездокументарних акцій – корпоративні права їх володільців; б) для бездокументарних облігацій – зобов'язальні (боргові) права вимоги; 4) літеральність – структура даних про бездокументарні цінні папери в системі депозитарного обліку цінних паперів; 5) оборотоздатність прав, засвідчених цінним папером; 6) публічна достовірність; 7) абстрактність; 8) автономність; 9) ознака формалізму; 10) нормативна визначеність видів і груп цінних паперів; 11) ознака способу фіксації прав, посвідчених цінним папером у вигляді електронного запису на рахунку у цінних

паперах; 12) належне здійснення прав та обов'язків, що впливають з умов їх випуску.

Наведено також сформований перелік спеціальних ознак бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігосдатній на фондовому ринку: а) емісійність; б) конвертаційна здатність; в) опосередковане володіння і властивості економічного характеру, які економісти розуміють як ознаки: надійність; серійність; стандартність; ринковість.

РОЗДІЛ 2

ЦИВІЛЬНО-ПРАВОВИЙ МЕХАНІЗМ ОБІГУ БЕЗДОКУМЕНТАРНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

2.1. Загальна характеристика механізму розміщення акцій та облігацій

Обіг як документарних, так і бездокументарних цінних паперів – це самостійний етап цивільного обороту будь-яких цінних паперів як оборотоздатних об'єктів, що настає після їх емісії, яка є підставою виникнення [121] цих фінансових інструментів на фондовому ринку.

У цьому контексті слід звернути увагу на різне змістове наповнення понять «обіг» та «оборот» цінних паперів. Щоб надалі розібратися і не допустити термінологічної плутанини між двома поняттями "обіг цінних паперів" і "оборот цінних паперів" необхідно з'ясувати, як вони співвідносяться. Так, обіг бездокументарних цінних паперів згідно з їх проспектом емісії нібито завершився, але на цивільно-правовий оборот цих фондових інструментів не накладені ні заборона, ні будь-які обмеження. Незрозумілість юридичної природи подібних цінних паперів після завершення періоду їх обігу, але при продовженні цивільно-правового обороту (назвемо його періодом прострочення погашення) істотно ускладнює проведення будь-яких операцій з ними [136, с. 50-51].

Вперше законодавець дав визначення поняття «обіг цінних паперів» (на той час воно стосувалося тільки документарних цінних паперів), поділяючи їх за легітимаційною ознакою на іменні та на пред'явника, у Законі України «Про цінні папери та фондову біржу» [224]: іменні цінні папери, якщо інше не передбачено цим Законом або в них спеціально не вказано, що вони не підлягають передачі, передаються шляхом повного індосаменту (передавальним записом, який засвідчує перехід прав за цінним папером до іншої особи). Цінні папери на пред'явника обертаються вільно. Цінні папери можуть бути використані для здійснення розрахунків, а також як застава для забезпечення платежів і кредитів.

Із появою на фондовому ринку знерухомлених цінних паперів законодавством було враховано сучасні тенденції міжнародного ринку цінних паперів, тому визначення поняття «обіг» як документарних, так і бездокументарних цінних паперів було наведено в первинній редакції Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [210] : «обіг цінних паперів – це укладення і виконання угод щодо цінних паперів, яке не пов'язане з їх випуском (ст. 1). Із прийняттям нового Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223] визначення поняття «обіг цінних паперів» уточнене і мало такий вигляд: «обіг цінних паперів – вчинення правочинів, пов'язаних із переходом прав власності на цінні папери і прав за цінними паперами, за винятком договорів, що укладаються під час розміщення цінних паперів» (ст. 1).

Неодноразово наголошувалося, що в будь-якій науці відбувається зміна основоположних постулатів. Так, сучасна вітчизняна наука про цінні папери орієнтується на англо-американську правову систему, яка передбачає обігоздатність паперів, визнаних на законодавчому рівні цінними паперами, що існують в бездокументарній формі, йдеться, зокрема, тільки про емісійні цінні папери. Свого часу А. В. Майфат зазначав, що обігоздатність бездокументних цінних паперів також є очевидним фактом. Відсутність документа не перешкоджає обігу "безготівкових" цінних паперів. Перехід прав стає можливим через систему реєстрів або депозитаріїв. У цьому випадку перехід цінного папера від однієї особи до іншої здійснюється в момент перереєстрації права на нового власника. Зокрема, у Росії це характерно для акцій і муніципальних облігацій, а у США, навпаки, велика частина облігацій і акцій існує у вигляді сертифікатів, тобто в документарній формі, проте їх обіг відбувається через депозитарій в безготівковій формі [128, с. 87–88].

Процес обігу будемо розглядами, як цивільно-правовий механізм. Передусім варто вказати, що категорія «механізм» у теорії держави та права безпосередньо стосується поняття «правове регулювання» та, на думку О. Ф. Скакун, використовується для розкриття взаємодії різних елементів правової системи, за допомогою яких здійснюється регулятивний вплив на суспільні відносини з метою їх впорядкування. Механізм правового регулювання – це узятя в єдності система

правових засобів, способів і форм, за допомогою яких нормативність права переводиться в упорядкованість суспільних відносин, задовольняються інтереси суб'єктів права, встановлюється і забезпечується правопорядок («належне» у праві стає «сущим»)» [254, с. 498] .

На думку вітчизняних цивілістів, механізм випуску й обігу бездокументарних цінних паперів виконує здійснений зберігачем обліковий запис, який виступає особливим технологічно-правовим об'єктом-інструментом фіксації стандартизованих майнових прав управоможеної особи. Обіг в цивільному обороті посвідчених ними майнових прав забезпечується шляхом відкриття спеціального рахунку в цінних паперах масових емісій (їх термінологічне позначення як «емісійних» і «неемісійних» автор не поділяє) одного випуску, порядок ведення якого чітко регламентований положеннями актів чинного цивільного законодавства України [310, с. 58].

На сучасному етапі розвитку фондового ринку до цивільно-правових механізмів обігу бездокументарних цінних паперів слід віднести систему правових норм, встановлених законодавчим органом і уповноваженими державними органами у сфері регулювання відносин, які виникають між управоможеною особою та емітентом (або зобов'язаною особою) у зв'язку із вчиненням певних юридично значущих дій (юридичних фактів) для переходу прав, що посвідчені бездокументарними цінними паперами, від їх емітента (або правоволодільца) до нової управоможеної особи через систему депозитарного обліку (трансферт).

Система норм, яка регламентує обіг бездокументарних цінних паперів, встановлюється у публічно-правовий спосіб правового регулювання. До неї, як правило, включаються законодавчі і відомчі нормативні акти. Звернемо увагу, що цивільно-правове приписи не передбачають можливості приватного (договірного) регулювання обігу бездокументарних цінних паперів. Крім того, структура цивільно-правового регулювання відносин у сфері випуску й обігу цінних паперів має особливості. Зокрема, законодавче закріплення можливості використання для регламентації досліджуваних відносин публічно-правових способів правового регулювання зумовлено їх значущістю для суспільства, хоча й є атиповим для приватноправової сфери [314, с. 76].

Акцентуємо, що обігоздатність бездокументарних цінних паперів має певні особливості і залежить від наступних факторів: 1) їх видів і підвидів: бездокументарні акції (публічних акціонерних товариств або приватних акціонерних товариств) чи бездокументарні облигації (державних або корпоративних підприємств); 2) суб'єкта – правоутримувача: юридична чи фізична юридична особа, тобто мажоритарним чи міноритарним є володілець на вторинному ринку цінних паперів; 3) на якому ринку здійснюється їх розміщення – первинний чи вторинний.

Обігоздатність бездокументарних цінних паперів передбачає, що в депозитарній системі юридичні дії (юридичні факти і правочини) будуть здійснюватися у певній послідовності, тобто будуть вчинятися певні депозитарні й навколодепозитарні операції.

Підставами проведення таких операції виступатимуть правочини, укладені між певною фінансовою установою (фондова біржа) на організованому фондовому ринку чи фізичною особою, уповноваженою на проведення операцій з емісійними цінними паперами на позабіржевому ринку цих фінансовим інструментів, та установою у структурі депозитарної системи (номінальним утримувачем) й емітентом чи першим володільцем.

Відповідно до чинного законодавства обіг державних бездокументарних цінних паперів здійснюється через Національний банк України, а інші бездокументарні фондові інструменти розміщуються через Центральний депозитарій та інші депозитарії.

Додаткова наголосимо, щодо обігу бездокументарних цінних паперів на національному фондовому ринку існують певні обмеження, які обмеження стосуються: 1) акцій закритих акціонерних товариств, бо вони не можуть вільно обертатися на первинному національному ринку цінних паперів (Закон України «Про акціонерні товариства» [197]); 2) розміщення емісійних цінних паперів, що може здійснюватися тільки через посередників: андеррайтерів, дилерів, брокерів (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок України» [223]); 3) обіг акцій та облигацій, які належать фізичним особам (міноритарні володільці), тобто вони не обслуговуються в депозитарній системі.

У зв'язку з цим можна вести мову про неповну обігоздатність таких емісійних цінних паперів, як бездокументарні акції.

Крім того, правові механізми обігу бездокументарних цінних паперів охоплюють наступні етапи їх обороту : 1) первинне публічне розміщення (ІРО) і 2) відчуження бездокументарних цінних паперів на вторинному фондовому ринку (договори купівлі-продажу, застави, дарування, спадкування).

Розглянемо один із таких правових механізмів обігу емісійних цінних паперів ІРО (первинне публічне розміщення). Він спочатку застосовувався на міжнародному фондовому ринку для розміщення тільки одного виду цінних паперів – акцій і лише при їх первинному розміщенні. Проте трансформаційні процеси, які відбуваються у сфері обігу цінних паперів (документарних і бездокументарних), почали розглядатися в науковій літературі як механізм обігу інших видів цінних паперів, зокрема облігацій, як на первинному, так і на вторинному ринку фінансового капіталу.

Вітчизняні й зарубіжні науковці у сфері економіки й цивільного права досліджували ІРО в різних аспектах. Зокрема:

- як форму залучення інвестиційного капіталу, так воно розглядалося Мурило Сампайо [1], А. Абрамовим [2, с. 37], М. В. Сорокою [259], А. Н. Асаулом, М. П. Войнаренко, Н. А. Пономарьовой, Р. А. Фалпинським [9], Т. В. Майоровою [127], С. Я. Вавженчуком [31, с. 229–237], А. Е. Молотниковим [143, с. 271], К. М. Гладчуком [5], В. Н. Герасимовим [52], Ю. В. Лернером та В. В. Самородовим [123] та ін.;

- як спосіб здійснення приватизації і постприватизаційного розвитку підприємств так його розуміли М. В. Соколов та О. М. Кошик [25], Р. В. Прокофьев [225] та ін.

Вивчаючи проблему правового регулювання ІРО, цивілісти і економісти пропонували різне визначення самого поняття ІРО «у найбільш простому розумінні» [31, с. 229–237] або як певні складні економічні конструкції чи правові механізми. Наведемо деякі, ІРО – це:

а) процес, що охоплює сукупність економічних відносин стосовно підготовки, реєстрації й продажу акцій/депозитарних розписок на акції необмеженому колу

інвесторів на фондовому ринку, що вперше здійснюється підприємством і дозволяє залучити фінансові ресурси [53];

б) первинна публічна пропозиція цінних паперів (передусім акцій) приватних компаній. Іншими словами, IPO являє собою публічну пропозицію, яку компанія робить усім зацікавленим інвесторам, виставляючи на продаж пакет акцій, який за розміром не перевищує блокуючого (що дозволяє власникам зберігати контроль над компанією) [143, с. 271];

в) комплекс юридично значимих дій, направлених на публічне розміщення емісійних цінних паперів на біржовому або позабіржовому ринку емітентом, яке звернене до невизначеного кола інвесторів [31, с. 229–237];

г) процес публічної пропозиції звичайних або привілейованих акцій емітентом на відкритому біржовому або позабіржовому ринку з метою залучення додаткових інвестицій в акціонерний капітал компанії за допомогою розширення кола власників [225];

д) перше публічне розміщенням цінних паперів, яке називається публічним продажем акцій компаній на біржі широкому колу інвесторів, здійсненим уперше» [121, с. 120].

Крім визначення поняття IPO, деякі науковці пропонували розглядати суміжне поняття «ринку IPO», трактуючи його як сукупність економічних відносин, що виникають між емітентами, інвесторами та іншими учасниками фондового ринку і передбачають особливу процедуру пропозиції акцій/депозитарних розписок на акції на первинному ринку у процесі залучення інвестиційних ресурсів шляхом IPO [54, с. 10].

У контексті вищезазначеного, необхідно звернути увагу на те, що російські науковці [143, с. 274], розрізняють IPO в традиційному і в суто російському розумінні. У традиційному розумінні IPO прийнято поділяти на наступні види:

1. Primary Public Offering (PPO) – первинна публічна пропозиція акцій. При PPO до розміщення пропонується новий випуск акцій компанії. При цьому PPO використовується як спосіб залучення необхідного капіталу компанією-емітентом;

2. Secondary Public Offering (SPO) – вторинна публічна пропозиція акцій, SPO застосовується для розміщення акцій, що належать уже існуючим акціонерам –

засновникам компаній або венчурним фондам. Необхідно відзначити, що володільцем пакету акцій, який пропонується до продажу, може виступати і держава у процесі приватизації. На відміну від PPO SPO не впливає на статутний капітал організації, але робить компанію публічною і підвищує її ліквідність.

У російській практиці термін IPO тлумачиться ширше, оскільки додаються наступні явища: 1) приватне розміщення серед вузького кола попередньо відібраних інвесторів з отриманням лістингу на біржі (placing, private offering); 2) розміщення компанією, чії акції вже продаються на біржі, додаткового випуску акцій на відкритому ринку, так зване дорозміщення або вторинне публічне розміщення (follow-on); 3) самостійне публічне розміщення акцій емітентами безпосередньо первинним інвесторам, оминаючи організований ринок, – direct public offering (DPO).

На думку вітчизняних науковців [31, с. 230–231], аналізуючи сучасний стан правової регламентації в Україні, можна стверджувати, що процес здійснення IPO українськими компаніями є досить специфічним, так би мовити, «непрямим». Справа в тому, що в Україні відсутнє достатнє для цього законодавче поле, а також наявна низка обмежень і заборон (наприклад, емітент не може розміщувати за межами України цінні папери першої емісії цінних паперів; емітенти, статутний фонд яких становить менше 5 млн грн, не мають права розміщувати цінні папери за межами України; емітент не має права розміщувати цінні папери за межами України за ціною, нижчою за ту, що склалася на фондовій біржі на території України, або у торговельно-інформаційній системі за ціною, меншою за номінальну, тощо).

Окреслюючи основні моменти вказаного процесу, слід наголосити, що розміщення цінних паперів другої емісії на іноземних фондових біржах не заборонене національним законодавством. Крім того, існує великий перелік законодавчих вимог, що суттєво ускладнюють здійснення публічної пропозиції цінних паперів. Зокрема, деякі з них передбачені у рішенні ДКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України» від 17.10.1997 р. № 36. Дозвіл на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України надається виключно Національною комісією з цінних

паперів та фондового ринку. Такий емітент відповідно до п. 4 згаданого Рішення повинен мати лістинг по попередніх випусках цінних паперів на фондовій біржі на території України або в торговельно-інформаційній системі (ТІС).

З огляду на наведене вважаємо за необхідне узагальнити правове визначення поняття «механізм первинного публічного розміщення емісійних цінних паперів» (за винятком акцій закритих акціонерних товариств) та закріпити його в законодавчих актах.

Передусім вкажемо, що вітчизняне законодавство наводить трактування тільки поняття «публічне розміщення цінних паперів»: спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформаційних або оприлюднення в будь-який спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб (ч. 1 ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]).

Крім того, чинною на сьогоднішній день імперативною нормою (ч. 4 ст. 28 цього Закону) введена заборона на перше публічне розміщення акцій акціонерного товариства, які як емісійні цінні папери є тільки бездокументарними: «перше розміщення акцій акціонерних товариств є виключно приватним серед засновників». Фіксуючи це положення, законодавець захищає права засновників акціонерних товариств, тому українське IPO у традиційному розумінні можливе тільки як його різновид SPO (Secondary Public Offering). Таке публічне розміщення акцій як емісійних бездокументарних цінних паперів дозволяє здійснювати приватизацію державних підприємств вітчизняними інвесторами, вчиняючи договори купівлі-продажу, які мають свою специфіку, що було зазначено раніше.

Однак на сучасному етапі розвитку правового регулювання фондового ринку спостерігається підвищення заінтересованості українських емітентів у залученні інвестицій на міжнародних фондових ринках. Тому з кожним роком стає все популярнішою первинна публічна пропозиція акцій, або *Initial Public Offering* (IPO) [31, с. 229–237].

Треба звернути увагу й на те, що для залучення іноземного капіталу або для приватизації акціонерних товариств їх акції при первинному публічному розміщенні

повинні розміщуватися не тільки на вітчизняному, а й на міжнародних фондових ринках. У зв'язку з чим IPO поділяють «на локальні, що здійснюються у випадку мінімальних за обсягом емісій, і міжнародні (транскордонні IPO)» [53, с. 40–42]. На зовнішніх ринках замість самих акцій підприємства частіше продають похідні від них, які мають назву «депозитарні розписки» [123, с. 121].

Варто додати, що стосовно переваг такого інструменту, як первинне публічне розміщення цінних паперів Ю. В. Лернер та В. В. Самородов відзначили наступне: 1) це дозволяє залучити засоби без зобов'язань з їх повернення у певному майбутньому; 2) компанії (банки), які вперше виходять на публічний ринок акцій, а тим більше на міжнародний ринок акцій, мають можливість отримати компетентну оцінку власної вартості [123, с. 121].

Однак недолугість законодавства, наявність низки нормативних обмежень і заборон щодо розміщення цінних паперів за межами України спричиняють побудову правових схем процедури IPO, які обходять деякі вимоги національного законодавця шляхом застосування норм міжнародного й іноземного права. Як наслідок, у літературі можна зустріти вказівку на застосування в пострадянських країнах основних схем процедури IPO: 1) у першочерговій пропозиції через депозитарні розписки (здійснення першочергової додаткової емісії акцій реалізується через закриту підписку, єдиним учасником якої є депозитарій); 2) реалізацію IPO через вторинне і первинне розміщення цінних паперів. У цьому разі акціонери компанії здійснюють вторинне розміщення акцій, а за отримані грошові кошти придбавають у емітента акції додаткової емісії [31, с. 232].

Підсумовуючи наведене, вважаємо за доцільне запропонувати авторське визначення поняття «IPO (первинне публічне розміщення) бездокументарних цінних паперів» – сукупність односторонніх правочинів, які вчиняються емітентом з метою здійснення публічної пропозиції достатній кількості інвесторів для укладання в майбутньому договорів щодо відчуження бездокументарних цінних паперів на первинному (вторинному) фондовому ринку.

Крім того, вбачається за необхідне закріпити в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначення поняття «IPO емісійних цінних паперів» – це

первинна публічна пропозиція емітентом невизначеному колу осіб розмістити певну кількість емісійних цінних паперів (акцій публічних товариств), зареєстрованих на спеціальному емісійному рахунку в депозитарії, для їх продажу з метою залучення додаткових фінансових ресурсів (інвестиційне розміщення) або для вжиття підприємством приватизаційних і постприватизаційних заходів (приватизаційне розміщення). Різновидом IPO для обігу акцій закритих товариств пропонується визнати механізм вторинної публічної пропозиції Secondary Public Offering (SPO), що трактується як публічна пропозиція акціонерів невизначеному колу осіб розмістити певну кількість емісійних цінних паперів на первинному біржовому чи позабіржовому ринку, зареєстрованих на спеціальному емісійному рахунку в депозитарії, для їх продажу з метою залучення додаткових фінансових ресурсів для розвитку акціонерного товариства.

Однак закріплення і затвердження однакового розуміння – це перший крок. Для зручності здійснення IPO як на вітчизняному, так і на міжнародному фондовому ринку необхідно впровадити ведення окремого емісійного номінального рахунку в реєстрі, який відкривається розрахунковим депозитарієм для проведення такого класичного IPO. Цьому сприятиме й те, що в Порядку розміщення емісійних цінних паперів, зареєстрованих на спеціальних емісійних рахунках IPO, який повинен бути розроблений Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ч. 3 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»), будуть взяті до уваги обмеження, зазначені у ст. 37 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Варто уточнити, що під поняттям «правочини» щодо цінних паперів документарних і бездокументарних розуміються: вчинення контрактів, договорів; операції з ними або їх розміщення (відчуження) на фондовому ринку. Укладання правочинів щодо бездокументарних цінних паперів утворює певний юридичний склад або створює певні цивільні правовідносини між суб'єктами фондового ринку.

Правочини щодо бездокументарних цінних паперів поділяються на види і можуть бути систематизовані залежно від різних критеріїв, зокрема, з урахуванням: 1) прав, які вони посвідчують; 2) суб'єктів, які укладають такі договори: емітентів

(держава, юридична особа приватного права), перших правоволодільців (інвесторів при первинному розміщенні – дрібні або «крупні» набувачі); 3) ринку, на якому вони обертаються (первинний або вторинний; організований або неорганізований); 4) предмета самого правочину (безпосередньо бездокументарні цінні папери чи послуги, пов'язані з їх розміщенням); 5) валюти, в якій укладаються договори щодо бездокументарних цінних паперів (національна чи іноземна валюта) та ін.

До системи правочинів, які охоплюють усі етапи обороту бездокументарних цінних паперів на первинному (IPO) і вторинному фондових ринках, входять договори про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів.

Слід додати, що договори про надання послуг становить самостійний вид договорів у системі правочинів, передбачених чинним законодавством (гл. 63 ЦК України [287]). Проте дискусійним залишається питання визначення їх місця серед правочинів щодо бездокументарних цінних паперів, які є правовим засобом їх обігу на фондовому ринку.

Проблему правовідносин, що виникають у зв'язку з вчиненням договорів про надання послуг щодо цінних паперів, вивчали В. Л. Яроцький [310], В. П. Харицький [282], О. В. Кологойда [93], О. І. Виговський [40], К. О. Маслова-Юрченко [134], Л. М. Саванець [245], О. Грейдін [61], С. Я. Вавженчук [31], В. С. Мілаш [139], С. В. Глібко [55] та ін. Проте питання визначення місця договорів про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів у структурі правочинів з ними потребує більш ретельного дослідження, що цілком зрозуміло, бо вони виступають самостійним видом договорів на фондовому ринку – договори про надання фінансових послуг [284, с. 399]. Крім того, встановлення місця договорів про надання послуг у системі правочинів щодо бездокументарних цінних паперів та їх класифікація має значення ще й у контексті їх розгляду як правового засобу забезпечення обігу бездокументарних цінних паперів.

Передусім акцентуємо, що договори про надання послуг виокремлюються у структурі правочинів щодо бездокументарних цінних паперів за їх предметом – певною послугою, пов'язаною з їх розміщенням.

Поняття «послуга» в цивільному праві досліджувалося багатьма науковцями. Так, під послугою найчастіше розуміють певні дії, діяльність, операції, а законодавець виходить із того, що послуга – це не тільки сама діяльність, а саме продукт діяльності, тим самим наголошуючи на об'єктивній природі послуги [70, с. 135]. Як об'єкт цивільних прав послуга має певні ознаки, серед яких вказується, зокрема, особливість суб'єктного складу договору про надання послуги. Наприклад, А. Г. Донець вказує, що через специфічний характер послуги ЦК України надає особливого значення особі виконавця, передбачаючи в ч. 1 ст. 902 його обов'язок надати послугу особисто. Така вимога пов'язана з: 1) існуванням нерозривного зв'язку нематеріальних послуг з особистістю, яка їх надає, та 2) характеристиками особистої діяльності, на які зважає замовник при виборі виконавця необхідної йому послуги. Властивість невід'ємності послуги від її джерела надання породжує специфічну рису послуги – її ексклюзивність. Разом із тим із цього приводу слушно зауважують правники, що норми права, які регулюють договори надання тих чи інших послуг, містять узагальнені моделі окремих видів договорів; відповідно, послуги уніфікуються, втрачаючи індивідуальність, що зумовлена унікальністю конкретного виконавця [70, с. 287].

Із точки зору норм господарського права послуги, спрямовані на задоволення потреб (власних та інших учасників господарського обороту), надаються в межах господарсько-правових режимів (комерційне представництво, фінансовий лізинг, транспортне експедитування, маркетинг, консалтинг та ін.), а правовий режим надання окремих видів послуг залежить від характеру потреб, які задовольняються ними (банківські, страхові, інвестиційні, транспортні послуги тощо) [139, с. 176].

Серед норм права, які регламентують ці «узагальнені моделі договорів», є й такі, що стосуються договорів про надання фінансових послуг. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [222] регулює відносини, що виникають між учасниками ринків фінансових послуг під час вчинення операцій з надання фінансових послуг. Вичерпний перелік фінансових послуг наведено у ст. 4 Закону є вичерпним та містить узагальнюючу норму стосовно послуг на ринку фондовому ринку: кліринг, довірче управління

фінансовими активами, залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо наступного їх повернення; надання коштів у позику, у тому числі і на умовах фінансового кредиту; професійна діяльність на ринку цінних паперів, що підлягає ліцензуванню; управління майном для фінансування об'єктів будівництва та/або здійснення операцій з нерухомістю відповідно до Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю».

Особливість таких договорів послуг полягає в тому, що вони мають дозвільний характер, тобто регулюються імперативними нормами, які встановлюються державою, і належать до публічних договорів, бо мають стандартну форму, встановлену Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Дозвільний характер виникнення фінансових послуг, зрозуміло, передбачає отримання ліцензій на їх вчинення. Види діяльності, яка може провадитися на ринку фінансових послуг, перераховані в законах України «Про ліцензування видів господарської діяльності» (ст. 7) [215], «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (ст. 4) [209], «Про банки і банківську діяльність» [198], «Про цінні папери та фондовий ринок» (ст. 16, 17, 18, 19, 19-1) [222], «Про депозитарну систему України» [208].

Із приводу професійної діяльності на фондовому ринку, що підлягає обов'язковому ліцензуванню, додамо, що їх види співпадають із переліком фінансових послуг, наведеним у ч. 2 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]: діяльність з торгівлі цінними паперами; діяльність з управління активами інституційних інвесторів; депозитарна діяльність; діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку; клірингова діяльність.

Законодавець імперативною нормою (абз. 2 ст. 17 вищезгаданого Закону) визначає, що професійна діяльність із торгівлі цінними паперами включає: брокерську діяльність; дилерську діяльність; андеррайтинг; діяльність з управління цінними паперами.

Додамо, що торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо має сплачений грошовими коштами статутний капітал у розмірі не

менш як 500 тисяч гривень, брокерську діяльність – не менш як 1 мільйон гривень, андеррайтинг або діяльність з управління цінними паперами – не менш як 7 мільйонів гривень.

Професійна діяльність із торгівлі цінними паперами передбачає вчинення договорів (доручення, комісії, управління цінними паперами), що укладаються з торговцем цінними паперами у письмовій формі, які за своєю юридичною природою визнаються посередницькими і представницькими договорами, що також знаходе своє відображення у законодавчих приписах. Так, законодавець встановлює імперативну норму щодо розміщення (відчуження) документантарних чи бездокументарних цінних паперів (ч. 8 ст. 17 раніше названого Закону) шляхом вказівки на обов'язковість участі посередників і представників, крім випадків: а) розміщення емітентом власних цінних паперів; б) викупу і продажу емітентом власних цінних паперів; в) проведення розрахунків з використанням неемісійних цінних паперів; г) розміщення казначейських зобов'язань України; д) внесення цінних паперів до статутного (складеного) капіталу юридичних осіб; е) дарування цінних паперів; ж) спадкування і правонаступництва цінних паперів; з) вчинення правочинів, пов'язаних із виконанням судових рішень; і) вчинення правочинів у процесі приватизації.

Таким чином, правочини щодо цінних паперів (документарних і бездокументарних), вчинені без участі (посередництва) торговця цінними паперами, крім перерахованих вище випадків, є нікчемними.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів (ст. 18 вищевказаного Закону), депозитарна діяльність (ст. 19), клірингова (ст. 19-1) охоплює більшу частину договорів про надання фінансових послуг, що є договорами про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів. Серед них, спираючись їх нормативне регламентування, можна виокремити:

- договори, що стосуються розміщення бездокументарних цінних паперів на первинному й вторинному ринках (договори андеррайтингу, посередницькі договори; біржові правочини);

- договори, що стосуються виконання розрахункових операцій (банківські операції: розрахунково-касові [205], у тому числі клірингові [44, 46, 47, 48], кореспондентські [49], репо [179]);
- договори, що стосуються організаційно-розпорядчих актів допоміжного характеру [310, с. 422] на виконання вказівок уповноваженої по бездокументарних цінних паперах особи-правоволодільця в системі депозитарного обліку.

Вважаємо за доцільне зазначити, що в зарубіжній науковій літературі правочини щодо (документарних та бездокументарних) цінних паперів, які здійснюються при їх реєстрації та вчиненні депозитарних операцій, вчені називають системою трансферта. Нормативне формулювання, наведене у законодавстві РФ, вказує на їх розпорядчий характер, що пов'язано з тим, що володільця цих фондових інструментів видає розпорядчий акт для здійснення такого правочину. Так, із цього приводу, Д. Степанов зазначав, що система трансферту більшою мірою має справу з ідеальним моментом в цінному папері, а не з матеріальним (паперовим носієм). Для такої системи важливий не факт реального руху цінного папера або вчинення на ньому (точніше, на його паперовій формі) передавального напису, а має значення розпорядження, акт особи, що передає цінний папір, недвозначно наголошуючи на вказівці про перехід цінного папера до іншої особи, тобто, відбувається абстрагування від власне цінного папера (документарного або бездокументарного), найбільш значущою стає система обліку прав на папери, реєстр чи за сучасною термінологією – реєстр власників цінних паперів або депозитарій [264, с. 79]. Такої думки дотримується ще одна російська вчена Г. Н. Шевченко, яка довела, що право на бездокументарний цінний папір переходить у порядку трансферту – шляхом внесення записів до системи ведення реєстру власників цінних паперів на підставі передавального розпорядження, а при обліку прав на цінні папери в депозитарії – на підставі доручення. Моментом переходу права на бездокументарний цінний папір вважається не момент досягнення згоди між відчужувачем і набувачем, а момент здійснення трансферту. Це імперативне правило, і воно не може бути змінене угодою сторін [294, с. 34].

У зв'язку з цим треба виокремити трансферт цінних паперів (документарних і бездокументарних) як правовий засіб забезпечення їх обігу в системі договорів про надання послуг, що здійснюється на підставі заяви, яка отримала стандартизовану форму: передавального розпорядження у разі обліку прав на цінні папери в системі ведення реєстру власників цінних паперів і доручення при обліку прав на цінні папери в депозитарії. У даний час питання про те, хто може направляти заяву про здійснення трансферту, вирішується лише на рівні підзаконних актів, однак, не врегульоване в законодавстві. При цьому система трансферту проводиться найбільш послідовно лише при здійсненні операцій з цінними паперами в депозитарії, оскільки доручення на переведення прав на цінні папери в депозитарії може бути направлено виключно особою, якій належать цінні папери. Наприклад, вчинення трансферту бездокументарних цінних паперів може бути пов'язано із: 1) визнанням договору дарування недійсним (для цього здійснюється списання (переказ) з рахунку в цінних паперах, належного ОСОБА_1 і відкритого в депозитарній установі ТОВ «Алан-Реєстр», та зарахування їх на рахунок у цінних паперах, належний ОСОБА_3, відкритого у депозитарній установі ТОВ «Алан-Реєстр» [237]); 2) забезпеченням позову (шляхом накладення арешту на прості іменні акції, емітовані у бездокументарній формі [276], [277]).

На нашу думку, послідовність юридично значущих дій (юридичний склад), спрямованих на встановлення цивільних правовідносин між двома особами (депонентом чи довірительом на здійснення обліку прав щодо бездокументарних цінних паперів і юридичною особою-реєстратором чи зберігачем), є односторонніми договорами у складі депозитарних правочинів щодо бездокументарних цінних паперів. Правове регулювання таких цивільних правовідносин регламентуються нормативними актами органу державного управління у сфері обігу цінних паперів.

Вітчизняні цивілісти трактують правочини щодо бездокументарних цінних паперів, що вчиняються при їх розміщенні в депозитарній системі, як: 1) «структуру договірних зв'язків у Національній депозитарній системі» [309, с. 178]; 2) «обслуговування операцій щодо цінних паперів бездокументарної форми

існування» [245, с. 306], що проводиться учасниками Національної депозитарної системи України.

Структура договірних зв'язків у Національній депозитарній системі споріднена зі структурою банківської системи. Хоча окремі правники взагалі заперечують їх цивільно-договірне підґрунтя, а дехто підкреслює їх особливості й комплексний характер і звертає увагу на застосування у сфері їх впорядкування як публічно-, так і приватноправових елементів правового регулювання. Слід погодитися із твердженням І. А. Безклубого стосовно того, що «застосування імперативних норм при наданні фінансових послуг... є коректним і ефективним тільки тоді, коли... публічні норми спрямовані на охорону інтересів особи, а не навпаки». Правовідносини, що виникають між банком і клієнтом, багато в чому схожі з відносинами між зберігачами й емітентами цінних паперів. Реалізація прав і виконання обов'язків учасників допоміжних, організаційних за своєю природою, депозитарно-зобов'язальних відносин опосередковується низкою цивільних договорів, у яких поєднуються публічно- і приватноправові аспекти правового регулювання відносин, що виникають у цій сфері. Такий висновок можна зробити, взявши до уваги міркування, висловлені правниками стосовно особливостей договору банківського рахунку, правова природа якого є близькою досліджуваному договору. Виходячи із визначення поняття «банківський рахунок», сформульованого І. А. Безклубим, депозитарний рахунок у цінних паперах – це сукупність здійснюваних депозитарною установою юридико-технічних засобів забезпечення депозитарного обліку прав на цінні папери, їх переведення на підставі розпоряджень депонента на інших осіб, а також клірингу, розрахунків, заставних та інших операцій [309, с. 176 – 177].

За змістом розглянуті депозитарні правочини мають характер змішаних договорів, оскільки є підставою виникнення комбінованих прав і обов'язків із зберігання і водночас надання послуг із переведення прав на цінні папери на інших осіб. За специфікою укладення вони підпадають під ознаки договорів приєднання (ст. 634 ЦК України), оскільки їх умови стандартизовані й коригуванню не підлягають [309, с. 178].

Крім того, змістовні властивості фінансових послуг не дають можливості повністю розкрити специфіку державного регулювання банківської діяльності. Основні питання при класифікації банківських операцій виникають із приводу: 1) віднесення їх до певної галузі права, 2) вибору системних критеріїв класифікації, які мають вирішальне значення для їх правового регулювання [55, с. 1].

Таким чином, спираючись на зміст правовідносин, система банківських операцій як певний правовий термін поділяється на наступні групи: розрахункові, кредитні, депозитні, факторингові й лізингові операції. До особливої групи операцій НБУ віднесено: а) зберігання і обслуговування обігу державних цінних паперів (ДЦП) на рахунках у цінних паперах і операцій емітентів щодо випущених ним (ДЦП); б) кліринг і розрахунки за угодами щодо ДЦП (депозитарна діяльність) відповідно до Положення про депозитарну діяльність НБУ. Також банк згідно зі ст. 47 Закону України «Про банки і банківську діяльність» має право провадити інвестиційну діяльність шляхом здійснення інвестицій. Цей напрямок діяльності банків, пов'язаний із здійсненням прямих інвестицій та операцій з цінними паперами, регламентується законодавством України про цінні папери, інвестиційну діяльність та згідно з нормативно-правовими актами НБУ. Більш того, банки мають право провадити інвестиційну діяльність лише на підставі письмового дозволу НБУ, виконуючи економічні умови й додержуючись обмежень [55, с. 8–9].

Підсумовуючи, варто акцентувати на тому, що договором з бездокументарними цінними паперами визнається договір, за яким установник управління передає торговцю цінними паперами на певний строк бездокументарні цінні папери в управління, а торговець цінними паперами зобов'язується за плату здійснювати від свого імені управління ними в інтересах установника управління або вказаної особи (вигодонабувача) [244, с. 413–414]. Щоправда, запропоноване визначення поняття договору з дематеріалізованими фондовими інструментами не визначає його юридично-правову характеристику. З огляду на дискусійність питання стосовно визнання договорів про надання фінансових послуг щодо бездокументарних цінних паперів правовим засобом забезпечення їх обігу на фондовому ринку фінансові послуги можуть бути виокремлені за предметом

договору про надання послуг у структурі правочинів щодо бездокументарних цінних паперів [139, с. 181], об'єктом яких виступають самі бездокументарні цінні папери. До сказаного додамо, що договори про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів розглядаються як договори про надання фінансових послуг, що регулюються виключно публічними нормами права, закріпленими законодавством, і нормативними актами Національного банку. Крім того, вони поєднують ознаки договору приєднання і публічних договорів, можуть бути комплексними, змішаними, допоміжними, але всі вони є організаційно-розпорядчими (додатковими договорами) стосовно основного договору про розміщення (відчуження) бездокументарних цінних паперів. Основні договори про розміщення бездокументарних цінних паперів, до речі, є односторонньо-уповноважувачими договорами (трансферами), на відміну від двосторонніх договорів про надання послуг із цими фінансовими інструментами, де їх предмет (послуга) вважається неподільним об'єктом при виконанні зобов'язань [139, с. 180]. Другою ознакою, яка відрізняє основні договори про розміщення бездокументарних цінних паперів від додаткових договорів про надання послуг з ними – це те, що перші належать до реальних договорів, а останні – до консенсуальних.

Враховуючи результати вивчення питання, пропонуємо доповнити главу 63 Цивільного кодексу України статтею, на підставі якої буде відбуватися нормативне регулювання договірних відносин про надання послуг з емісійними цінними паперами як договорів про надання фінансових послуг щодо бездокументарних цінних паперів, що належать до публічних договорів і договорів приєднання, вважаються додатковими договорами стосовно правочинів, які визначають їх обіг на фондовому ринку. Такі договори набирають чинності з моменту досягнення домовленості між їх сторонами, виконання зобов'язань по них здійснюється сторонами у повному обсязі.

Беручи до уваги розгалуженість системи норм, що регламентують договірні відносини у сфері фінансових послуг щодо цінних паперів, пропонується доповнити Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» главою «Фінансові послуги на ринку цінних паперів», в якій передбачити

норми, де закріплюється перелік договорів про надання послуг на ринку цінних паперів, їх законодавче визначення, істотні умови й порядок укладання, виконання зобов'язань по них і відповідальність сторін за їх невиконання [120].

2.2. Механізм обігу бездокументарних акцій та облігацій

З'ясувавши загальні механізми розміщення бездокументарних цінних паперів, розглянемо таку правову категорію у механізмі обігу бездокументарних акцій, як депозитарні розписки, що досі не отримала свого законодавчого визначення.

Передусім зазначемо, що можливість використання депозитарних розписок при приватизації державних підприємств передбачена пунктом «е» ч. 1 ст. 12 Закону України «Про приватизації державного майна» [219]. Однак чіткої процедури використання депозитарних розписок як для приватизаційних, так і для інвестиційних процесів не передбачено чинними нормами вітчизняного законодавства.

Визначення поняття «депозитарна розписка» наведене в постанові Кабінету Міністрів України [213], в якій воно трактується як документ, що випускається іноземною депозитарною установою згідно із законодавством відповідної держави на акції товариства». На сьогодні ця постанова втратила чинність на підставі постанови Кабінету Міністрів України від 28.03.2012 р. № 256 [206]. Крім згаданої Постанови, норми якої передбачали правове регулювання відносин, пов'язаних з обігом українських депозитарних розписок на міжнародному фондовому ринку, Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України були прийняті рішення: «Щодо обслуговування розміщення та продажу цінних паперів українських емітентів або документів, що підтверджують зобов'язання, що впливають з прав, засвідчених цінними паперами українських емітентів за межами України» від 30.10.1998 р. № 157 [302] (втратило чинність на підставі рішення від 23.12.2008 р. № 1488 [300]); Порядок установа кореспондентських відносин між Національним депозитарієм України та іноземними депозитарними установами для забезпечення продажу пакетів акції, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках [183] (не діє на підставі рішення від

23.12.2008 р. № 1488 [300]); Положення про облік прав власників нерезидентів на цінні папери українських емітентів [175] (втратило чинність на підставі рішення від 14.06.2006 р. № 381 [301]), що доповнювали приписи із регулювання в цьому напрямі.

Для того, щоб прибрати прогалини, які існують у правовому регулюванні відносин у сфері обігу депозитарних розписок, зокрема, на вітчизняному фондовому ринку, а також на виконання орієнтовного плану законопроектних робіт на 2009 рік [159], розроблено законопроект «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо українських депозитарних розписок» № 7462 від 14.12.2010 р. [204], який, на жаль, відхилено. У ньому передбачалося доповнити розділ II Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» новою ст. 14¹, яка містила визначення поняття «українська депозитарна розписка» (далі – УДР). Згідно з положень цього законопроекту, українська депозитарна розписка – це іменний емісійний цінний папір, який засвідчує право власника УДР на користування певною кількістю цінних паперів іноземного емітента, які є базовим активом УДР, і закріплює право власника УДР вимагати від емітента УДР забезпечення реалізації всіх прав власника УДР за цінними паперами, які є базовим активом УДР, у тому числі права на управління емітентом цінних паперів, які є базовим активом УДР.

Крім того, науковці депозитарні розписки досліджували і як економічну, і як юридичну категорію. Так, вони були предметом дослідження російських науковців й українських науковців. Як економічна категорія «депозитарні розписки» розглядалася такими російськими вченими Т. Б. Бердніковою [21, с. 48–49], О. М. Абрамовим [2, с. 46], К. Ф. Маловою [130], Т. А. Морозовою [144], Є. В. Мінеєвою [137], Н. І. Кравцовою [106], А. С. Новіковим [150], В. С. Криловим [109], А. В. Тарасовим [269], А. А. Пучковим [228], М. М. Ермель [304], В. Д. Севриновським [250], М. А. Федоровим [279], Н. М. Троян [274], А. В. Едмін [303], В. М. Грибанічем [62], А. М. Малініним [129] та ін. Вітчизняні вчені також досліджували це поняття переважно як економічну категорію, а не як юридичну, серед них С. З. Мошенський [145], Т. М. Мельник [135], М. І. Петік і Н. М. Левус [164], Ю. В. Лернер і В. В. Самородок [123, с. 121], О. М. Шевченко [295, с. 4], Р. І. Шаравара [298, с. 10], І. Р. Кветна [88, с. 1], І. А. Іваненко [83, с. 8], Н. В. Кармазіна [87, с. 9–10],

О. Д. Вовчак [51, с. 7], М. О. Кужелев [110, с. 20], О. М. Ковалюк [91, с. 33], У. З. Ватаманюк-Зелінська [36], М. О. Самбірський [248, с. 17], К. М. Гладчук [54, с. 43–44] та ін.

Спираючись на висновки, зроблені науковцями, можемо зазначити, що депозитарна розписка як економічна категорія являє собою розписку іноземного банку-депозитарія про те, що у країні емітента на рахунках локального банку-зберігача знаходиться знерухомлений пакет акцій, який і є забезпеченням даних депозитарних розписок [54, с. 43–44].

Проте, з юридичної точки зору депозитарні розписки досліджували такі російські правники, як: М. В. Бондаревська [26], К. Ю. Ратніков [233], Д. В. Соловйов [258], О. В. Агапєєва [4] та ін. Серед вітчизняних правознавців, які вивчали питання депозитарних розписок, переусім слід згадати А. О. Приступко [196, с. 16], А. Попова [183], Ю. В. Мицу [138, с. 86], О. І. Виговського [38], С. Я. Вавженчуку [31, с. 232] та ін.

Згадані автори розглядали депозитарні розписки або як різновид цінних паперів, або як новий фінансовий інструмент, що дає можливість залучати нових іноземних інвесторів на національні фондові ринки. Однак окремі науковці розглядають їх у поєднанні з іншим правовим механізмом, таким як IPO – первинне публічне розміщення, а вже виходячи з цього робили висновок про те, що депозитарні розписки доречно вважати універсальним механізмом обігу цінних паперів, особливо бездокументарних, на міжнародному фондовому ринку для вітчизняних емітентів [31, с. 232].

На наш погляд, варто підтримати точки зору, запропоновані у науковій літературі, стосовно того, що: 1) випуск депозитарних розписок на цінні папери українських емітентів (особливо в тому разі, якщо це бездокументарні цінні папери або документарні знерухомлені цінні папери) значно спрощує виведення цінних паперів на світові ринки [145, с. 215]; 2) проблема залучення іноземних інвестицій і виходу на міжнародний фінансовий ринок емітентів вітчизняних бездокументарних акцій «частково може бути вирішена за допомогою проектів американських і європейських депозитарних розписок» [298, с. 10].

Отже, виникає питання адаптації норм чинного цивільного законодавства України до норм Європейського Союзу, а з часом й імплементації норм англо-

американського права щодо обігу американських боргових розписок, якими є розписки на іноземні акції, депоновані в банках США, які вільно обертаються. Американські боргові розписки виступають однією з найбільш доступних і зручних форм міжнародної торгівлі акціями [21, с. 48].

Підсумовуючи, зазначимо, що в системі державної підтримки інвестицій на економічний розвиток України конвертація українських акцій в американські депозитарні сертифікати (ADR), що випускає банк-депозитарій у США, або глобальні (GDR) депозитарні розписки, що випускаються в країнах Західної Європи, вважаються одним із джерел залучення інвестицій в акції іноземних компаній [87, с. 9-10].

До сказаного додамо, що відповідно до чинного законодавства України емітентом депозитарних розписок може бути: а) власник цінних паперів українського емітента; б) не власник цінних паперів українського емітента, який діє на підставі договору з Національним депозитарієм України [183, с. 35].

Депозитарні розписки як цивільно-правовий механізм обігу стосується не тільки бездокументарних акцій, а й бездокументарних облігацій, зокрема, щодо облігацій підприємств з урахуванням їх певних особливостей.

Таким чином, враховуючи положення сучасної доктрини цивільного права, вважаємо необхідним визначити депозитарні розписки як похідні цінні папери, бо їх обіг забезпечує перехід прав на них основних цінних паперів, зокрема, емісійних (акції та облігації). Наведене визначення не співпадає, а є протилежним тим положенням, які містяться в актах державного органу виконавчої влади, що здійснює регулювання на ринку цінних паперів (НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України). Так, у звіті Консультаційно-експертної ради Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2003 р., затвердженому протоколом засідання Комісії від 08.07.2004 р. № 21, зазначалося, що депозитарна розписка є формою обігу цінного папера, а не похідною від нього. Віднесення цих інструментів до похідних цінних паперів базується на нерозумінні їх суті, а також суперечить міжнародній практиці, нормам міжнародного права та чинного законодавства України» [38, с. 80].

Виходячи з цього, підтверджена актуальність визначення правового режиму українських депозитарних розписок і їх значення у механізмі обігу бездокументарних акцій. Саме це дозволяє вести мову про механізм конвертації українських депозитарних розписок на європейські або американські боргові розписки (депозитарні сертифікати).

Механізм конвертації українських депозитарних розписок на європейські або американські боргові розписки (депозитарні сертифікати) передбачає вчинення змішаної юридичної конструкції, яка включає укладання сукупності депозитарних договорів між кількома суб'єктами: іноземною компанією, на чії акції випущено депозитарні розписки, інвестором – покупцем депозитарних розписок, банком – емітентом депозитарних розписок (депозитарієм), а також банком-кастодіаном, що зберігає базові активи депозитарних розписок (іноземні цінні папери). Ця юридична конструкція охоплює укладання різного роду договірних відносин між названими суб'єктами: 1) між іноземною компанією і депозитарієм укладається договір на випуск і обіг депозитарних розписок; 2) набувач депозитарних розписок, пов'язаний певними договірними відносинами з депозитарієм; 3) між банком-депозитарієм і банком-кастодіаном укладають відповідні договірні зв'язки щодо обміну інформацією [27, с. 73].

Правовий режим бездокументарних облігацій як різновиду боргових цінних паперів [118] має певні особливості. Та треба зазначити, що бездокументарні облігації є: 1) суть права, закріпленого в рішенні про випуск цінних паперів і у проспекті емісії цінних паперів, включає майнове (зобов'язальне) право вимоги його володільця повернути їх номінальну вартість і обумовлені відсотки у встановлений строк; 2) їх емісія є завжди публічним правочином, який встановлює правовідносини позики між емітентом облігацій і їх володільцем; 3) можуть бути як іменними, так і на пред'явника.

Враховуючи ці особливості, пропонуємо таке визначення поняття облігація – це бездокументарний борговий цінний папір, що визначає відносини позики між емітентом і його володільцем, засвідчує майнове (зобов'язальне) право вимоги його володільця, зафіксоване у рішенні про випуск цінних паперів і проспекті емісії

цінних паперів (для державних облігацій України – в умовах їх розміщення), повернути володільцю облігації її номінальну вартість з обумовленими відсотками у встановлений строк.

Бездокументарні облігації як цінні папери, що посвідчують права вимоги сплатити певну суму грошей [21, с. 42], законодавством України віднесені до боргових цінних паперів (п. 2 ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]) і як різновид боргових цінних паперів мають особливий правовий режим і юридичну природу [118].

Документарні й бездокументарні облігації здатні до участі в цивільному обороті, тобто вони є оборотоздатними об'єктами цивільних прав. Деякі науковці називають таку здатність цінних паперів властивістю. Зокрема, одні вчені розглядають таку властивість як здатність цінних паперів перебувати в майновому обороті на підставі нормативних правил і шляхом застосування цивілістичних конструкцій [31, с. 72], інші – як здатність цінного папера купуватися і продаватися на ринку, а також у багатьох випадках виступати самостійним платіжним інструментом, що полегшує оборот інших товарів [282, с. 42]. У той же час окремі науковці визнають таку здатність властивістю цінних паперів, але називають її обіговістю і визначають як здатність цінного папера купуватися й продаватися на ринку, виступати самостійним платіжним інструментом, предметом застави [94, с. 61]. Крім того, у науковій літературі зазначалося, що оборот документарних облігацій – це самостійний цикл, який включає: 1) емісію; 2) розміщення; 3) обіг; 4) погашення. Обіг облігації – це не обов'язково її перехід від одного власника до іншого. Здійснення купонних виплат – це теж обіг облігації. У широкому розумінні обіг облігації – весь цикл її існування [86, с. 69].

Обіг бездокументарних облігацій і їх документарних аналогів у широкому розумінні майже ні чим не відрізняється, тобто має ті самі етапи. Бездокументарні облігації як «окремі видові конструкції боргових цінних паперів нормативно змодельовані як емісійні. До емісійних цінних паперів (враховуючи легальну термінологію) за положеннями п. 2 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» віднесені облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання України і ощадні (депозитні) сертифікати. Єдиним різновидом боргових цінних паперів, що емітуються в індивідуальному

порядку, є *векселі*. Законодавче текстуальне викладення видового різноманіття боргових цінних паперів без застереження про можливість подальшого нормативного закріплення можливості випуску додаткових їх різновидів зумовлює розгляд їх у межах *закритого переліку*. Такий законодавчий підхід слід визнати недостатньо виваженим і послідовним, адже, як свідчить практика, цивільний оборот постійно потребує нормативного контролювання нових видових конструкцій (як боргових, так й інших) цінних паперів [310, с. 181]. Так, за останнє десятиріччя законодавчі норми були змінені відповідно до сучасних вимог фондового ринку, оскільки як бездокументарні цінні папери вже емітуються облігації міжнародних фінансових організацій (ст. 10¹ Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]) й облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ст. 8² Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»).

Проте, чинні норми вищезгаданого Закону не передбачають поняття «емісійні цінні папери», як і переліку емісійних цінних паперів. Законодавець лише наголошує, що бездокументарними цінні папери є емісійні цінні папери як іменні, так і на пред'явника (ч. 10, 11 ч. 4 ст. 3) й облігації, які можуть існувати виключно в бездокументарній формі (ч. 2 ст. 7). Отже, відповідно до цього робимо висновок, що вони є емісійними цінними паперами.

На відміну від вітчизняного законодавства у чинному Законі РФ «Про ринок цінних паперів» [156] визначення поняття «емісійні цінні папери» міститься у ст. 2 і має таке трактування: «Емісійний цінний папір – будь-який цінний папір, зокрема бездокументарний, який характеризується одночасно наступними ознаками: 1) закріплює сукупність майнових і немайнових прав, що підлягають посвідченню, відступлення права вимоги й безумовному здійсненню з дотриманням встановлених чинним Федеральним законом форми і порядку; 2) розміщується випусками; 3) має рівні об'єм і строки здійснення прав у межах одного випуску незалежно від часу придбання цінного папера».

Щоправда, у першій редакції ч. 2 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223] теж наводилося визначення поняття «емісійні цінні папери»

– цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент).

Примітно, що досліджуючи поняття й ознаки облігацій, Ж. В. Коршунова, враховуючи попередні праці науковців Д. Степанова і Г. Н. Шевченка, зазначала, що облігація має рівний об'єм й строки для здійснення прав у межах одного випуску, незалежно від часу її придбання. Облігація одного випуску не унікальна, вона є однією з безлічі таких само облігацій цього випуску, що відрізняє її від неемісійних цінних паперів, орієнтованих на те, що кожен цінний папір є одиничним, унікальним фінансовим інструментом. Тому емісійний цінний папір може розглядатися як певна частина загального комплексу прав, що надаються одним випуском, але самі права, що утворюють зміст цього комплексу, не можуть бути поділені, тому, наприклад, будь-яка облігація завжди містить однаковий комплекс певних прав (право на отримання номінальної вартості, право на дохід, право на пред'явлення облігації до викупу), а не якесь окреме право з цього комплексу [102, с. 29].

Стосовно бездокументарних цінних паперів, у тому числі облігацій, зауважимо: при розміщенні їх випусками створюється обліковий рахунок, що є безготівковою частковою власністю на певні грошові кошти, поділені на рівні частки, і посвідчує однаковий розмір права вимоги відповідно до кожної частки.

У науковій літературі висловлюється думка (з якою варто погодитися) про те, що бездокументарні цінні папери не можуть перебувати у користуванні їх власника безпосередньо, тобто поза відповідним рахунком, їх слід розглядати як майно, що знаходиться в третій особі. Реєстроутримувач -депозитарій зобов'язаний на вимогу клієнтів видавати виписки по відповідних рахунках, які є підтвердженням їх прав на бездокументарні цінні папери. Так, згідно із ст. 8 Закону про ринок цінних паперів утримувач реєстру зобов'язаний надати таку виписку протягом п'яти робочих днів із моменту отримання вимоги власника рахунку або його представника, уповноваженої особи. Варто уточнити, що виписка з системи ведення реєстру – це документ, що видається утримувачем реєстру з вказівкою власника особового рахунку, кількості цінних паперів кожного випуску, що враховуються на цьому

рахунку у момент видання виписки, фактів їх обтяження зобов'язаннями, а також іншої інформації, що стосується цих паперів.

Проте варто пам'ятати, що операції з бездокументарними цінними паперами можуть здійснюватися за особливими, дуже специфічними правилами. Розглянемо це на прикладі законодавств країн, що раніше входили до СНД. Зокрема, пункт 2 ст. 149 ЦК РФ передбачає, що на особу, яка веде облік прав на бездокументарні цінні папери, покладається обов'язок фіксувати всі вчиненні з ними операції. Цю діяльність не слід розглядати просто як різновид державної реєстрації відповідних договорів. Скоріше за все, вона є одним із етапів процедури їх вчинення і/або виконання [102, с. 52].

Юридична конструкція, завдяки якій цінні папери враховуються в реєстрі (реєстри, особливі книги, депозитарії), дійсно, має (за загальним правилом) у своїй основі договір (якщо реєстр не веде сам емітент). А саме це особливий змішаний організаційний договір на надання послуг фактичного й юридичного характеру, договір на ведення реєстру власників цінних паперів або депозитний договір, який може поєднувати в собі елементи договору оплатного надання послуг (гл. 39 ЦК РФ), агентський (гл. 52 ЦК РФ) й зберігання (гл. 47 ЦК РФ). Договір на ведення реєстру і депозитарний договір з огляду їх співвідношення з відомими поймаєними двосторонніми договорами дещо нагадують договір *depositum irregulare*, зберігання з переведенням у безготівкову форму (ст. 890 ЦК РФ). Зрозуміло, що паралелі тут дуже умовні, проте схожість основоположної ідеї очевидна [264, с. 84].

Правовий режим бездокументарних цінних паперів, переважно облігацій, що обертаються на організованому ринку цінних паперів (ОРЦБ), тобто на біржі, можна охарактеризувати, як такий, що має різні обмеження прав його учасників. Ці обмеження встановлюються Центральним банком РФ не тільки в нормативних актах, а й договорах з учасниками організованого ринку цінних паперів. Як наслідок, на сьогоднішній день бездокументарні облігації можуть бути предметом наступного обмеженого кола операцій, як: 1) на первинному ринку у можливості здійснювати розміщення (продаж облігацій першим набувачам) і погашення (платіж після настання строку); 2) на вторинному ринку – купівля-продаж і застава (відповідно до п. 4.1 Положення про обслуговування і звернення випусків

державних короткострокових безкупонних облігацій, затвердженого наказом Банку Росії від 15.06.1995 р. № 02-125). Ці операції на організованому ринку цінних паперів можуть здійснити тільки банка-дилери, допущені до торгівлі на підставі спеціального договору з цінними паперами (РФ). Дилери мають право здійснювати операції з облігаціями як у своїх інтересах, так і на виконання договорів комісії і доручення, що укладаються з їх клієнтами. Власні облігації дилерів враховуються на рахунку депо, а облігації, що належать їх клієнтам, – на кореспондентському рахунку в головному депозитарії [73, с. 52–53].

До речі, відповідно до чинного вітчизняного законодавства «до цінних паперів з обмеженим колом обігу належать облігації» [282, с. 64], які вже дематеріалізуються або знерухомлюються.

Інвесторам у облігації при їх розміщенні треба зважати на певні обмеження, передбачені чинним законодавством, і пам'ятати наступне: 1) юридичні особи мають право придбати облігації за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків і відсотків за банківським кредитом; 2) фізичні особи мають право придбати облігації лише за рахунок власних коштів. Крім зазначених обмежень, при розміщенні таких боргових цінних паперів, як облігації існують і переваги: а) інвестор за законодавством має змогу кредитувати підприємство (емітента облігацій) вигідніше та дешевше, ніж фінансовий посередник-банк; б) на етапі їх первинного розміщення оплата облігацій відбувається тільки грошима (ст. 12 Закону України «Про цінні папери та фондову біржу») на відміну від можливостей сплати акцій засобами, передбаченими ст. 13 Закону України «Про господарські товариства» від 19.09.1991 р. № 1576-ХІІ, зі змінами та доповненнями); в) керівництво підприємства повинно вирішити, які саме облігації доцільно випускати [108, с. 61–62].

Доречно акцентувати на тому, що при укладенні угод з облігаціями слід пам'ятати наступне: ці цінні папери можуть бути обмежені в обігу, якщо це передбачено умовами їх випуску. Разом з облігаціями, що вільно обертаються (первинними і наступними власниками можуть бути будь-які юридичні і фізичні особи), підприємства у змозі випускати облігації, власники яких заздалегідь

визначені. Коло таких осіб (первинних і наступних власників) вказується емітентом у рішенні про випуск облігацій. Можливість випуску облігацій з обмеженим колом осіб існувала з 1991 р., але нещодавно процедура випуску їх була урегульована на рівні підзаконного нормативно правового акта – рішення ДКЦПФР від 17.07.2003 р. № 322, яким затверджено Положення про порядок випуску облігацій підприємств [67, с. 54]. Щоправда, воно скасовано у зв'язку з прийняття Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу, затвердженого рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 27.12.2013 р. № 2998 і яке набрало чинності з 14.02.2014 р. [178]. Так, нормативне регулювання обігу облігацій передбачає два види їх розміщення: 1) публічне (шляхом пропозиції заздалегідь не визначеній кількості осіб на підставі опублікування в офіційному друкованому виданні Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку проспекту емісії облігацій) і 2) приватне (через безпосередню письмовому пропозицію таких облігацій заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100). Першими власниками облігацій при такому розміщенні можуть бути юридичні й фізичні особи, коло яких заздалегідь визначене в рішенні про розміщення облігацій (п. 8, 9 вищезгаданого Положення).

Додано, що на вітчизняному фондовому ринку розміщення (продаж) цінних паперів можна проводити в декілька способів: 1) продавати облігації прямо, минаючи торгові системи, біржі й обходячись без брокерів; 2) здійснити розміщення на аукціоні в ПФТС чи на біржі; 3) розміщення може відбуватися за посередництвом банків; 4) змішане розміщення, коли частину облігацій продають через ПФТС, а частину – безпосередньо конкретному інвестору. Зокрема, розміщення облігацій на первинному фондовому ринку, коли вони постійно котируються на фондовій чи торгово-інформаційній системі, дає можливість у будь-який момент їх продати. Однак вторинний ринок облігацій можливий тільки за участі емітента й андеррайтера [142, с. 114].

Необхідно зазначити, що до договорів у сфері обігу державних цінних паперів (зокрема, таких боргових, як облігації), що є об'єктами цивільного права, крім договорів купівлі-продажу, необхідно віднести й нові, але найбільш поширені

правочини щодо цінних паперів – договори управління [282, с. 131]. Розглянемо їх детальніше. Передусім зазначимо, що під час дослідження специфіки договору управління державними паперами окрему увагу варто приділити встановленню його предмета. Зауважимо, що, у цілому, об'єктами управління можуть бути не тільки речі (у тому числі державні папери в документарній формі), а й майнові права. Додержання вимоги про виокремлення бездокументарних цінних паперів як предмета договору управління стає можливим завдяки використанню механізму ведення реєстрів власників іменних цінних паперів та зберігання в інший спосіб цінних паперів. Якщо переданий в управління цінний папір засвідчує сукупність прав його власника стосовно зобов'язаної особи, то ця сукупність прав і виступає єдиним і неподільним об'єктом управління. У разі включення до договору умови, відповідно до якої управитель здійснює лише окремі правоможності, цінний папір вважається переданим в управління з правом здійснення всієї сукупності посвідчених ним майнових прав, тобто передаються усі права, засвідчені державним цінним папером, у комплексі [282, с. 135–136].

Крім того, варто пам'ятати, що договорів довірчого управління бездокументарними цінними паперами (акціями й облігаціями) має певні особливості: 1) управителем за таким договором виступає професійний суб'єкт діяльності на фондовому ринку – торговець цінними паперами; 2) з установником управління й управителем (сторонами досліджуваного договору) безпосередньо пов'язані такі суб'єкти, як реєстратор, зберігач і номінальний утримувач (вони не є суб'єктами договору довірчого управління, але без них не можливо здійснювати управління цінними паперами, тобто проводити професійну діяльність на фондовому ринку, бо саме ці суб'єкти становлять частину інфраструктури фондового ринку, яка відповідає за облік прав власності на емісійні цінні папери; 3) цінні папери, емітовані в бездокументарній формі, зберігаються на рахунках у цінних паперах у зберігача: перехід права власності на них відбувається шляхом списання-зарахування цінних паперів із рахунків цінних паперів [61, с. 141–144].

Вважаємо за доцільне навести погляд Є. Абрамової стосовно юридичної природи правочинів щодо облігацій, яка підкреслювала, що: багатосторонні

правочини – договори про передачу облігації укладаються у процесі емісії облігацій на стадії розміщення. Оскільки відповідно до норм законодавства про цінні папери розміщення облігацій допускається тільки двома способами, а саме: а) шляхом підписки або конвертації в них інших цінних паперів; б) договори про передачу укладаються у формі купівлі-продажу облігації або міни. Таким чином, договір позики при випуску облігації не укладається. При передачі облігації на вторинному ринку від одного інвестора до іншого також укладається не договір позики, а договір купівлі-продажу облігації, договір дарування тощо. Отже, односторонні правочини щодо випуску (переказу) облігації вчиняються в порядку виконання таких договорів. Варто зазначити, що саме їх і можна назвати облігаційними правочинами. Їх правова природа на даний час ні в законі, ні в літературі однозначно не визначена. У цілому питання правової природи підстав виникнення зобов'язання, засвідченого цінним папером, є дискусійним і маловивченим [3, с. 97].

Враховуючи вищенаведене, можна зробити висновок, що обіг бездокументарних облігацій має певні особливості, пов'язані з деякими обмеженнями їх цивільного обороту, що можуть стосуватися різних правочинів із такими інструментами фондового ринку й бути передбачені актами: органу уповноваженого на здійснення управління в цій сфері; Національного банку України (щодо державних облігацій); локальними документами юридичних осіб-емітентів (щодо корпоративних облігацій або облігацій підприємств).

Підсумовуючи, додамо, що система правочинів щодо бездокументарних облігацій в механізмі здійснення їх обігу утворюється з:

І) правочинів, що вчиняються на первинному ринку цінних паперів між їх емітентами (державою, місцевими органами влади, корпоративними юридичними особами) і первинними їх набувачами, а саме:

1) розміщення (відчуження) на організованому ринку цінних паперів : а) на фондових біржах – біржові правочини (контракти), що за своєю юридичною природою є односторонніми правочинами [68, с. 42–43]; б) через Національний і комерційні банки України з державними облігаціями – операції «репо» [179], які є двосторонніми договорами і визнаються різновидом купівлі-продажу [73, с. 53];

в) договір управління цінними паперами, який є двостороннім не публічним договором [61, с. 115]. Відповідно до чинних норм укладання договорів між торговцями (брокерська діяльність, дилерська діяльність, андеррайтинг, управління цінними паперами), у тому числі на фондовій біржі за допомогою електронної торговельної системи, і між торговцем і клієнтом / контрагентом у вигляді електронних документів здійснюється згідно із законодавством про електронні документи та електронний документообіг (розділ III Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами [190]);

2) на неорганізованому ринку цінних паперів, а саме безпосередньо в юридичних осіб-емітентів, для реалізації інтересів індивідуальних інвесторів при розміщенні своїх заощаджень у корпоративні облигації [293, с. 15] – договори купівлі-продажу, міни;

II) правочинів, що вчиняються на вторинному ринку цінних паперів, між юридичними, а також між юридичними і фізичними особами шляхом укладання односторонніх (складання заповіту), двосторонніх (договорів купівлі-продажу; застави [73, с. 53]; дарування) правочинів.

Висновки до розділу 2

Детально дослідивши окремі питання цивільно-правові механізми обігу бездокументарних цінних паперів, зокрема, окремих їх видів (акцій і облігацій), можемо вказати наступне.

1. На сучасному етапі розвитку фондового ринку обігодатність бездокументарних цінних паперів безпосередньо пов'язана з розвитком міжнародної депозитарної системи й правовим регулюванням її діяльності на вітчизняному ринку фінансових послуг, що має певні особливості і залежить від таких факторів, як: 1) їх види і підвиди: а) бездокументарні акції (публічних акціонерних товариств або приватних акціонерних товариств) чи б) бездокументарні облігації (державних або корпоративних підприємств); 2) суб'єкт – правоутримувач (юридична чи фізична особа, тобто мажоритарним чи міноритарним є володілець на вторинному ринку цінних паперів); 3) ринок, на якому здійснюється їх розміщення (первинний чи вторинний).

2. Загальноприйняте визначення поняття «правочин» у цивільному праві також використовується як механізм обігу цінних паперів (документарних і бездокументарних). Враховуючи це, узагальнено поняття «правочини щодо бездокументарних цінних паперів» і сформована системи правочинів щодо них як оборотоздатних об'єктів цивільних прав.

3. Правочини щодо бездокументарних цінних паперів поділяються на види і можуть бути систематизовані за такими критеріями, зокрема: 1) прав, які вони посвідчують; 2) суб'єктів, які укладають такі договори: емітентів (держава, юридична особа приватного права), перших правоволодільців (інвесторів при первинному розміщенні – дрібні або «крупні» набувачі); 3) ринку, на якому вони обертаються (первинний або вторинний; організований або неорганізований); 4) предмета самого правочину (безпосередньо бездокументарні цінні папери чи послуги, пов'язані з їх розміщенням); 5) валюти, в якій укладаються договори щодо бездокументарних цінних паперів (національна чи іноземна валюта) та ін.

4. Цивільно-правовими механізмами обігу бездокументарних цінних паперів охоплюються наступні етапи обороту бездокументарних цінних паперів:

1) первинне публічне розміщення (IPO) і 2) відчуження бездокументарних цінних паперів на вторинному фондовому ринку (договори купівлі-продажу, застави, дарування, спадкування). З огляду на це запропоновано авторське визначення поняття IPO (первинне публічне розміщення) бездокументарних цінних паперів – сукупності односторонніх правочинів, які вчиняються емітентом із метою здійснення публічної пропозиції достатній кількості інвесторів для укладання в майбутньому договорів щодо відчуження цих фінансових інструментів на первинному (вторинному) фондовому ринку (національному чи іноземному). Різновидом IPO для обігу акцій закритих товариств варто визнати механізм вторинної публічної пропозиції – Secondary Public Offering (SPO), що розуміється як публічна пропозиція акціонерів невизначеному колу осіб розмістити певну кількість емісійних цінних паперів на первинному біржовому чи позабіржовому ринку, зареєстрованих на спеціальному емісійному рахунку в депозитарії, задля їх продажу з метою залучення додаткових фінансових ресурсів для розвитку акціонерного товариства. Для зручності здійснення IPO як на вітчизняному, так і на міжнародному фондовому ринках необхідно впровадити ведення емісійного номінального рахунку в реєстрі, який відкривається розрахунковим депозитарієм для проведення такого класичного IPO. У Порядку розміщення емісійних цінних паперів, зареєстрованих на спеціальних емісійних рахунках IPO, який повинен бути розроблений Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ч. 3 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»), взяти до уваги обмеження, передбачені ст. 37 вказаного Закону.

5. Обґрунтовано, що до системи правочинів, які охоплюють усі етапи обігу бездокументарних цінних паперів на первинному (IPO) та вторинному фондових ринках, входять договори про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів. Завдяки аналізу чинних норм (ст. 16, 17, 18 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок») визначено, що більшість договорів про надання фінансових послуг є договорами про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів, які пропонується систематизувати наступним чином:

- договори, що стосуються розміщення бездокументарних цінних паперів на первинному та вторинному ринках (договори андеррайтингу, посередницькі договори; біржові правочини);
- договори, що стосуються виконання розрахункових операцій, як-от банківські операції: розрахунково-касові, у тому числі клірингові, кореспондентські, репо);
- договори, що стосуються організаційно-розпорядчих актів допоміжного характеру на виконання вказівок управоможеної по бездокументарних цінних паперах особи-правоволодільця в системі депозитарного обліку.

6. За результатами дослідження запропоновано доповнити гл. 63 Цивільного кодексу України статтею, яка буде встановлювати нормативне регулювання договірних відносин про надання послуг з емісійними цінними паперами як договорів про надання фінансових послуг щодо бездокументарних цінних паперів, що належать до публічних договорів і договорів приєднання, вважаються додатковими договорами стосовно правочинів, які визначають їх обіг на фондовому ринку. Такі договори набирають чинності з моменту досягнення домовленості між їх сторонами, а виконання зобов'язання по них здійснюється сторонами у повному обсязі.

7. З огляду на розгалуженість системи норм, що регулюють договірні відносини у сфері фінансових послуг щодо цінних паперів, запропоновано доповнити Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» главою «Фінансові послуги на ринку цінних паперів», в якій передбачити норми, що закріплюють перелік договорів про надання послуг на ринку цінних паперів, їх законодавчі визначення, істотні умови й порядок укладання, виконання зобов'язань по них і відповідальність сторін за їх невиконання.

8. У механізмі обігу бездокументарних акцій розглянуто таку правову категорію, як депозитарні розписки, що досі не отримала свого законодавчого визначення. Обґрунтовано доречність застосування депозитарних розписок для виходу емітентів вітчизняних бездокументарних акцій на міжнародний фінансовий ринок. Крім того, акцентовано на тому, що використання: 1) європейських депозитарних розписок дозволить стати обігоздатними цих фінансових інструментів на фондовому ринку країн ЄС; 2) американських боргових розписок в перспективі

дасть змогу приєднатися й до ринку, регулювання якого здійснюється нормами англо-американського права. З урахуванням положень сучасної доктрини цивільного права запропоновано визнати депозитарні розписки похідними цінними паперами, бо їх обіг забезпечує перехід прав на них основних цінних паперів, таких як акції (та облігації). Доведена необхідність встановлення в чинному законодавстві правового режиму українських депозитарних розписок і їх значення в механізмі обігу бездокументарних акцій, а також врегулювання конвертаційного механізму українських депозитарних розписок на європейські або американські боргові розписки (депозитарні сертифікати). Механізм конвертації українських депозитарних розписок на європейські або американські боргові розписки (депозитарні сертифікати) передбачає вчинення змішаної юридичної конструкції, яка включає укладання сукупності депозитарних договорів між кількома суб'єктами: іноземною компанією, на чії акції випущено депозитарні розписки, інвестором – покупцем депозитарних розписок, банком – емітентом депозитарних розписок (депозитарієм), а також банком-кастодіаном, що зберігає базові активи депозитарних розписок (іноземні цінні папери). Ця юридична конструкція охоплює укладання різного роду договірних відносин між названими суб'єктами: 1) між іноземною компанією і депозитарієм укладається договір на випуск і обіг депозитарних розписок; 2) набувач депозитарних розписок, пов'язаний певними договірними відносинами з депозитарієм; 3) між банком-депозитарієм і банком-кастодіаном укладають відповідні договірні зв'язки щодо обміну інформацією

9. Спираючись на результати дослідження механізму обігу бездокументарних облігацій, наведено авторське визначення «облігації» – бездокументарний борговий цінний папір, що визначає відносини позики між емітентом і його володільцем і засвідчує майнове (зобов'язальне) право вимоги його володільця, зафіксоване у рішенні про випуск цінних паперів і проспекті емісії цінних паперів (для державних облігацій України – в умовах їх розміщення), повернути володільцю облігації її номінальну вартість із визначеними відсотками у встановлений строк. Доведено, що при розміщенні бездокументарних цінних паперів випусками створюється обліковий рахунок, який є безготівковою частковою власністю на певні грошові кошти,

поділені на рівні частки та посвідчує однаковий розмір права вимоги відповідно кожної частки. Наголошено, що обіг бездокументарних облігацій має певні особливості, що пов'язано з існуванням деяких обмежень їх цивільного обороту. Вони можуть стосуватися різних правочинів із такими інструментами фондового ринку і можуть бути передбачені актами: органу, уповноваженого на здійснення управління у цій сфері; Національного банку України (щодо державних облігацій); локальними документами юридичних осіб-емітентів (щодо корпоративних облігацій або облігацій підприємств).

10. Встановлено, що складовими системи правочинів щодо бездокументарних облігацій в механізмі здійснення їх обігу, виступають:

I) правочини, що вчиняються на первинному ринку цінних паперів між їх емітентами (державою, місцевими органами влади, корпоративними юридичними особами) і первинними їх набувачами прав власності за ними, а саме: 1) розміщення (відчуження) на організованому ринку цінних паперів : а) на фондових біржах – біржові правочини (контракти), що за своєю юридичною природою є односторонніми правочинами; б) через Національний і комерційні банки України з державними облігаціями – операції «репо», які є двосторонніми договорами і визнаються різновидом купівлю-продаж ; в) договору управління цінними паперами, який є двостороннім не публічним договором. Відповідно до чинних норм укладання договорів між торговцями (брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами), у тому числі й на фондовій біржі за допомогою електронної торговельної системи, і між торговцем і клієнтом / контрагентом у вигляді електронних документів здійснюється згідно із законодавством про електронні документи й електронний документообіг (розділ III Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами); 2) на неорганізованому ринку цінних паперів, а саме безпосередньо у юридичних осіб-емітентів, для реалізації інтересів індивідуальних інвесторів при розміщенні своїх заощаджень у корпоративні облігації – договори купівлі-продажу, міни;

II) правочини, що вчиняються на вторинному ринку цінних паперів, між юридичними, а також між юридичними і фізичними особами, й між фізичними особами: односторонні (складання заповіту) та двосторонні (договори купівлі-продажу; застави; дарування).

РОЗДІЛ 3

ЗАХИСТ ПРАВ ВОЛОДІЛЬЦІВ БЕЗДОКУМЕНТАРНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Юрисдикційні засоби захисту прав на бездокументарні цінні папери

Обраний вектор правового забезпечення розвитку цінних паперів свідчить про перехід правового регулювання випуску й обігу цінних паперів на визначально новий рівень, де на перший план виходить упровадження нових видів цінних паперів, яких потребують сучасні суспільні відносини, підвищена охорона й захист прав емітентів і інвесторів [30, с. 120]. Розвиток вітчизняного фондового ринку в сучасних умовах у напрямку дематеріалізації цінних паперів вимагає врегулювання в правовому полі нових правовідносин, які виникають між їх суб'єктами. Поява бездокументарних цінних паперів, які стали об'єктом новітніх правовідносин, потребує оновлення інструментів захисту прав і інтересів їх суб'єктів, зокрема володільців.

У науці цивільного права під формою захисту розуміється комплекс внутрішньоузгоджених організаційних заходів із захисту суб'єктивних прав і охоронюваних законом інтересів. Розрізняють дві основні форми захисту – юрисдикційну й неюрисдикційну. Порядок захисту порушених або оскаржених суб'єктивних цивільних прав та інтересів, який здійснюється уповноваженими на те державними органами, належить до юрисдикційної, а самозахист вважається неюрисдикційною формою захисту порушених суб'єктивних цивільних прав і інтересів.

Крім того, треба брати до уваги, що юрисдикційна форма захисту суб'єктивних цивільних прав полягає у вчиненні відповідних дій у межах визначеної законодавством компетенції судом, органом державної влади, органом влади Автономної Республіки Крим, органом місцевого самоврядування, а також нотаріусом [230, с. 353 §3 глави 13 розділу 3].

Зупинемося детальніше на цьому. Раніше зазначалося, що бездокументарні цінні папери як оборотоздатні об'єкти цивільних прав мають свої особливості, пов'язані з відсутністю певних ознак, властивих документарним цінним паперам. Крім того, варто брати до уваги й то факт, що бездокументарні цінні папери поділяються на такі: 1) що посвідчують права участі в корпоративних відносинах і є

корпоративними правами (бездокументарні акції); 2) що посвідчують права вимоги і є зобов'язальними правами (бездокументарні облигації) (про це йшлося в попередньому розділі). У зв'язку з цим видається спірним питання щодо доречності судового захисту шляхом негаторного або віндикаційного позову в судовому порядку, натомість залишається можливість захисту порушених прав інвесторів цінних паперів зобов'язально-правовими засобами захисту, які треба передбачити у проспекті емісії бездокументарних цінних паперів, або умовах випуску.

Окремо розглядати це питання змушує й те, що погляди цивілістів щодо захисту прав власності на нематеріальні майнові права, такі як бездокументарні акції й облигації шляхом пред'явлення віндикаційного позову до їх емітентів або до уповноваженої особи депозитарної установи різняться. Так, деякими науковцями заперечується цей спосіб взагалі. Такої точки зору дотримуються як вітчизняні, так і закордонні правники й дослідники: В. Сперанський [263, с. 12-13], О. Онуфрієнко [157, с. 12], Д. Степанов [266, с. 94], О. В. Головатенко [56, с. 206], С. А. Хабаров [280, с. 4], В. Л. Яроцький [306, с. 395] та ін.

Протилежна позиція у В. В. Заборовського [78, с. 236], Л. М. Саванець [246, с. 170-171] та ін., які при дослідженні питання віндикації бездокументарних цінних паперів довели, що необхідні умови, які дають право на пред'явлення віндикаційного позову для захисту прав інвесторів у бездокументарні цінні папери, наведені в інформаційному листі Вищого господарського суду України "Про деякі приписи законодавства, яке регулює питання, пов'язані із здійсненням права власності та його захистом" від 31.01.2001 р. № 01-8/98 [211], мають місце для таких фондових інструментів. Ці вчені, підтверджуючи власну думку, необхідними умовами для пред'явлення віндикаційного позову визнають те, що: 1) позивачем може бути власник майна, який на момент подання позову не володіє цим майном; 2) існує можливість конкретизації витребуваного майна шляхом встановлення його індивідуально визначених ознак; 3) спірне майно знаходиться в незаконному володінні відповідача на момент розгляду справи в суді, 4) відсутність волевиявлення власника на відчуження власного майна й недобросовісність набувача цього майна й відповідача по справі [246, с. 170]. Варто додати, що саме

умова конкретизації для бездокументарних цінних паперів стосовно індивідуалізації або існування родових ознак вважається одним із дискусійним питань, що наголошується в науковій літературі [140, с. 169], [273, с. 130].

Проблема індивідуалізації знерухомлених цінних паперів може бути вирішена шляхом впровадження електронного підпису володільця бездокументарних цінних паперів на розпорядчому документі для здійснення передачі їх на рахунок у цінних паперах покупця цих фондових інструментів із відповідним проставленням такого електронного підпису на глобальному сертифікаті й на рахунках, які ведуться для бездокументарних цінних паперів, що є іменними.

Тому вважаємо за доцільне погодитися з тим, що «відмова від можливості використання віндикаційного позову буде порушенням принципу, дотримання якого гарантує кожному власнику будь-якого майна, у тому числі й власнику бездокументарних цінних паперів, права на захист. Отже, перш ніж запровадити цей механізм слід виробити єдиний підхід у судовій практиці до віндикації бездокументарних цінних паперів» [246, с. 171].

Крім того, частина науковці висловлювала думку, що серед способів захисту у суді існує змога використати не тільки речово-правові (абсолютно-правові) способи захисту порушених прав інвесторів у бездокументарні цінні папери, такий як віндикаційний позов, а й зобов'язально-правові способи захисту, до яких можуть належати реституційний позов до набувача таких фондових інструментів [281, с. 49 – 50] і кондикційний позов [240, с. 88]. Підставою для цього, на переконання Е. Хамідуліної, є відсутність протистояння речових і зобов'язальних способів захисту права власності (як у США), що пояснюється особливостями концепції права власності англо-американської системи права, яка об'єднує в понятті «права власності» багато його видів: речові й зобов'язальні права, часткова правомочність цих суб'єктів, що нерідко поширюється на один і той самий об'єкт, тощо. Натомість традиційне континентальне право, не включаючи зобов'язання до складу права власності, тривалий час не визнавало, а частково й нині не визнає самої можливості "роз'єднання" прав власності. Англо-американське право використовує концепцію

"безтілесного майна", під яким розуміють права, що мають вартість і грошову оцінку, але воно є "ідеальним" майновим об'єктом.

Використовуючи досвід США у питанні захисту права власності на бездокументарні цінні папери у судовому порядку і погоджуючись з думкою Є. Хамідулліної, вважаємо за необхідне в законодавчих норма закріпити можливість захисту прав власників цих фондових інструментів шляхом застосування таких засобів захисту права власності у разі неправомірного списання з рахунку власника й подальшого їх перепродажу, як позови про: 1) відновлення запису на рахунку власника, бездокументарні цінні папери якого були неправомірно зараховані на рахунок іншої особи (підстави застосування, але не предмет повинні бути аналогічні віндикаційному позову); 2) стягнення збитків, пред'явлений до уповноваженого реєстратора незалежно від його провини, оскільки реєстратор – особа, що займається підприємницькою діяльністю і має нести підвищену відповідальність; 3) визнання недійсною операції купівлі-продажу акцій (облігацій) і застосування наслідків її недійсності (за наявності підстав), що відповідає інтересам власника як сторони в операції у випадку, коли операція купівлі-продажу іменних бездокументарних цінних паперів між їх власником і його контрагентом за договором реально виконана і були відсутні подальші операції купівлі-продажу цінних паперів [281, с. 49–50].

Для повноти розгляду питання, зазначемо, що зарубіжний правознавець М. Рогальова, досліджуючи віндикаційний позов про захист прав інвесторів на ринку цінних паперів, зауважувала, що у сфері ринку цінних паперів кондикційний позов доречний для захисту прав із папера (наприклад, у разі стягнення дивідендів по акціях, відсотка (дисконту) по облігаціях, необґрунтовано отриманих відповідачем), а для захисту власності (права на папір) повинен застосовуватися віндикаційний позов. У разі подання позову про застосування наслідків недійсності операції (зокрема, у вигляді «зворотного» трансферту) позовна вимога про односторонню або двосторонню реституцію застосовується на спеціальних юридичних підставах (ст. 166–180 ЦК РФ) [240, с. 87–88]. У зв'язку з тим, що бездокументарні цінні папери мають за чинним вітчизняним законодавством

правовий режим майнових прав, засвідчених ними, що в цивільному обороті визнані речами, то можемо вести мову про застосування кондикційного позову у випадку порушення права власності на них.

Для науки цивільного права поняття «кондикційний позов» та його застосування як способу захисту права власності не є новим. Так, ще у римському праві наведено визначення цього поняття. Зокрема, розглядали «кондикцію як позови, засновані на цивільному праві, в яких не вказувалося, з якої підстави вони виникали (абстрактні позови)» [151, с. 44].

Сучасні цивілісти трактують кондикції як особливі зобов'язальні позови, передбачені *jus civile*, в яких не згадуються підстави їх виникнення [167, с. 299].

Інші цивілісти поняття «кондикційний позову» (*condictio*) тлумачать як особистий позов про передачу боржником у власність кредитора грошової суми або певної речі. За допомогою цього позову можна захистити права у відносинах, які ґрунтувалися на договорі чи інших юридичних фактах, з якими право пов'язувало виникнення окремих видів зобов'язань. Так, кондикція давалася позикодавцю для повернення грошей або речей тієї ж кількості, роду й якості, які були передані позичальнику на підставі договору позики. Кондикція дозволяла витребувати назад те, що було передане за відсутності правових підстав для виконання, або коли виконання помилково було здійснене не кредитору, а іншій особі. Враховуючи те, що бездокументарні цінні папери за чинним вітчизняним законодавством визнаються речами, що є однорідними, то застосування кондикційного позову до будь-якого набувача цих фондових інструментів, у випадку неправомірного володіння ними, можна визнати ефективним способом захисту права власності за допомогою компенсаційного механізму.

Вітчизняні правники [82] вважають, що послідовним і переконливим видається розмежування кондикційного позову, що є зобов'язально-правовою вимогою, та віндикаційного позову як речово-правового засобу захисту порушених прав власників, що було запропоноване Ю. К. Толстим. По-перше, на відміну від віндикації, за якої власнику (титульному власнику) повертається саме та, що збереглася в натурі, індивідуально визначена річ, володіння якою він втратив; то

при безпідставному збагаченні потерпілому повертається не те ж саме, а таке ж майно з однорідних речей. По-друге, якщо при віндикації власник (титульний володілець) має право витребувати своє майно від добросовісного набувача оплатно лише за умови, що воно вибуло з його володіння поза його волею (викрадене, загублене або вибуло з володіння за інших обставин, не залежних від волі власника), то при безпідставному збагаченні потерпілому повертається таке майно незалежно від того, яким шляхом вибуло майно, що становить предмет збагачення, з його володіння. Нарешті, по-третє, для задоволення віндикаційного позову необхідно, щоб витребувана річ була придбана особою, від якої вона витребується. Вимога з безпідставного збагачення може мати місце не тільки у разі придбання, й при збереженні майна за рахунок іншої особи [82, с. 94].

У сучасній вітчизняній цивілістичній науці й у законодавстві поняття «кондиція» як спосіб захисту порушеного права не передбачене. Проте деякими науковцями пропонується кондикційний позов ототожнювати з позовом про безпідставно набуте майно [151], [167, с. 299], [147, с. 1114–1115].

Додамо, що у той же час ст. 1214 нового ЦК України [287] закріплює порядок відшкодування доходів від безпідставно набутого майна і витрат на його утримання. Коментуючи наведені у цій статті норми, Є. О. Харитонов та О. В. Ніколаєнко [147, с. 1114–1115] наголошували, що стаття визначає порядок розрахунків між учасниками кондиційних зобов'язань у тій частині витрат і прибутків, котрі є похідними від основних дій сторін.

Серед важливих питань, які виникають при застосуванні норм ст. 1214 ЦК України, є те, що в ній не надають вирішального значення наявності провини набувача майна: останній може бути винним у придбанні чужого майна, а може й не знати про те, що майно набуте ним безпідставно (наприклад, у випадках, коли підстава, на якій майно було набуте, згодом відпала). Тому можуть існувати кілька варіантів виникнення і розвитку відповідних відносин:

1) боржник відразу знав, що майно ним набуте (збережене) без достатніх правових підстав;

2) боржник не знав, що майно набуто (збережене) безпідставно, але дізнається про це з моменту реакції на порушення з боку потерпілої особи (отримання повідомлення від потерпілого, подача потерпілим позову тощо);

3) боржник припускав, що мав підстави стати власником певного майна або зберегти майно, яке він мав витратити. Проте коли таке припущення не підтверджується, боржник дізнається про безпідставність набуття. Отже, його посилення на те, що до нього не було пред'явлено претензії, позову тощо, не виправдані – він не знав, але мав знати про відсутність правових підстав володіння майном.

Ще одним важливим питанням можна визнати застосування ч. 2 ст. 1214 ЦК України, де мова йде про нарахування процентів за користування безпідставно одержаними чи збереженими грошима, хоча розмір цих процентів не визначений. Додамо, що у випадку спору він визначається судом із використанням аналогії закону. Зокрема, може бути використана аналогія закону шляхом звернення до законодавчих актів, які регулюють відносини позики, банківського кредитування тощо [147, с. 1114–1115].

Найповніше, на наш погляд, питання зобов'язань, що виникають внаслідок безпідставного збагачення, досліджене Г. В. Пучковою в дисертації «Зобов'язання, що виникають унаслідок безпідставного набуття або збереження майна за римським приватним правом, та її рецепція у цивільному законодавстві» [229]. Вченою запропоновано розглядати: групи відносин, котрі виникають внаслідок придбання або збереження майна без достатньої правової підстави, закріпленої в сучасному цивільному законодавстві України, як такі, що за своєю сутністю також є, головним чином, *регулятивними* і лише частково *охоронними*; доцільність формування в сучасному цивільному праві України особливого різновиду недоговірних зобов'язань – зобов'язань, які виникають з правомірних, “нібито договірних дій” (вольових юридичних вчинків). У зв'язку з цим авторкою обґрунтована і доведена доречність внесення таких змін та доповнень до ЦК України:

1) із врахуванням сутності зазначених зобов'язань змінити їх назву й іменувати надалі «зобов'язання, що виникають внаслідок безпідставного збагачення за рахунок іншої особи»;

2) виходячи із сутності зазначених зобов'язань перенести норми, присвячені зобов'язанням, що виникають внаслідок безпідставного збагачення за рахунок іншої особи, у ЦК України на інше місце, розташувавши їх після глави 79 ЦК “Вчинення дій в майнових інтересах іншої особи без її доручення” [229, с. 6].

На нашу думку, вищезгадані пропозиції є актуальними з огляду на запровадження нових інструментів захисту суб'єктивних прав і інтересів сторін, а саме дрібних володільців або/чи інвесторів у правовідносинах, що виникають в цивільно-правовому механізмі обігу бездокументарних цінних паперів.

У контексті наведеного зазначимо, що вітчизняні цивілісти залежно від виконуваної функції зобов'язання пропонують поділяти на *регулятивні* й *охоронні*. До регулятивних належать всі види договірних й окремі види недоговірних зобов'язань (глави 78–80 ЦК), до охоронних зобов'язань - інші види недоговірних зобов'язань (глави 81–83 ЦК) [284, с. 12].

Дискусійним питанням на цей час в науковій літературі є й питання співвідношення: а) кондикційного позову і віндикації [182, с. 128-129], б) кондикційного позову і позову про відшкодування шкоди [82, с. 97], в) кондикції і реституції [69, с. 27], г) деліктів з інститутом набуття, збереження майна без достатньої правової підстави (безпідставне збагачення) та іншими зобов'язаннями по захисту цивільних прав [74, с. 198].

Досліджуючи зобов'язально-правові та спеціальні засоби захисту права власності в підприємницькій діяльності, вітчизняні цивілісти наголошували, що зобов'язання зі створення загрози майну фізичної і юридичної особи, а також зобов'язання з безпідставного збагачення як недоговірні (позадоговірні) зобов'язання, які безпосередньо стосуються відносин власності, виступають підставою для захисту прав сторін у сфері підприємницької діяльності у випадку їх невиконання чи порушення [24, с. 8].

Отже, беручи до уваги необхідність охорони прав дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери, що стосуються правовідносин власності й потребують виконання зобов'язальних прав емітентів, такі зобов'язання треба вважати охоронними, а як спосіб їх захисту в судовому порядку може

використовуватися пред'явлення віндикаційного позову як речово-правового способу захисту порушених прав і позову про відшкодування завданих збитків як зобов'язально-правового способу захисту.

Виходячи з цього пропонуємо ст. 1192 Цивільного кодексу України доповнити нормою: «Особа, яка завдала шкоди власнику емісійних цінних паперів, незаконно заволодівши ними, зобов'язана відшкодувати незалежно від її вини їх як в натурі, так і завдані збитки у повному обсязі».

Крім того, вітчизняними суддями розроблена правова позиція [188] щодо застосування кондикційного позову у судовій практиці, викладена у постанові Судової палати у цивільних справах Верховного Суду України у справі № 6-3090 цс15 від 02.03.2016 р. У ній пропонуються основні юридичні характеристики кондикційного позову як судового способу захисту суб'єктивних прав: а) умови виникнення кондикційного зобов'язання, б) ознаки, які характерні кондикції. Узагальнено висновок, що кондикція може виступати позадоговірним зобов'язальним способом захисту права власності або іншого речового права і може застосовуватися самостійно. Кондикція також може застосовуватися субсидіарно до реституції та віндикації як спосіб захисту порушеного права у тому випадку, коли певна вимога власника (титального володільця) майна не охоплюється нормативним урегулюванням основного способу захисту права, але за характерними ознаками, умовами й суб'єктним складом підпадає під визначення зобов'язання з набуття або збереження майна без достатньої правової підстави.

Спираючись на вказане і як висновок щодо способу захисту прав дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери як певних прав (корпоративних – для бездокументарних акцій і прав вимоги – для бездокументарних облігацій), враховуючи зміст чинної норми ст. 389 ЦК України, яка передбачає неможливість витребування грошей і цінних паперів на пред'явника у документарній формі, пропонуємо доповнити ст. 1214 ЦК України положенням про застосування кондикційного позову до набувача (юридичної чи фізичної особи), що неправомірно володіє емісійними цінними паперами, закріпивши його у новій частині: «Набувач,

який неправомірно володіє емісійними цінними паперами, зобов'язаний відшкодувати на користь їх законного володільця всі доходи, які він одержав із часу вчинення трансферту з ними».

Крім того, беручи до уваги повноваження Національної комісія з цінних паперів та фондового ринку України як контролюючого органу на ринку цінних паперів, пропонується розглянути ще один юрисдикційний спосіб захисту прав дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери. Як уже наголошувалося, чинне законодавство передбачає, що державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також інші державні органи у межах своїх повноважень, визначених законом (ст. 47 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]).

В науковій літературі контроль за діяльністю на ринку цінних паперів розуміється як сукупність організаційно-технічних і правових заходів, спрямованих на визначення ступеня відповідності діяльності учасників фондового ринку вимогам законодавства про цінні папери й фондовий ринок, з метою своєчасного виявлення й попередження порушень, застосування санкцій за їх вчинення, усунення перешкод для належного функціонування фондового ринку [92].

Одним із основних завдань Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України (далі – НКЦПФР), закріплених Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [210] і Положенням про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку [180], є захист прав інвесторів шляхом вжиття заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів і законодавства про акціонерні товариства, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень (пп. 4 п. 3 зазначеного Положення).

Для виконання цього завдання НКЦПФР має певні повноваження (п. 61–71 вищезазначеного Положення), що передбачають вжиття організаційно-технічних та правових заходів, серед останніх перевага надається судово-позовним заходам, що пов'язані з: а) порушенням законодавства України про цінні папери; б) запитамі щодо надання інформації про знаходження в них на розгляді справ стосовно цінних паперів і корпоративного управління у зв'язку з розглядом НКЦПФР питань

діяльності відповідних емітентів і професійних учасників ринку цінних паперів;
в) примусовим стягненням штрафів, накладених уповноваженою особою НКЦПФР;
г) ліквідацією акціонерного товариства тощо.

Враховуючи чисельність судових позовів щодо захисту дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери, у науковій літературі пропонується впровадження такого *правового механізму як групові позови*.

Зокрема, *групові позови* як спосіб захисту інвесторів в корпоративні цінні папери, що розміщуються шляхом IPO, були запропоновані російськими економістами А. Н. Асаулом, М. П. Войнаренком, Н. А. Пономарьовою, Р. А. Фалтинським та ін.

Досліджуючи корпоративні цінні папери як інструмент інвестиційної привабливості компанії, науковцями підкреслювалася необхідність передбачення певних пунктів у основному документі (*інформаційному меморандумі*) для будь-якого (вітчизняного або іноземного) інвестора, що вирішив придбати акції компанії в ході IPO незалежно від того, на якому торговому майданчику вони розміщені. У одному з пунктів меморандуму треба навести перелік чинників, які можуть негативно позначитися на діяльності компанії. Їх відсутність у документі означає, що інвестора вводять в оману, а отже останній має право пред'явити претензії емітенту. Досвід пред'явлення таких колективних позовів є у інвесторів до організацій, що розміщують IPO на західних майданчиках, де вимоги до IPO і процедури розгляду колективних позовів від інвесторів до емітента відпрацьовувалися роками. Державною Думою РФ вже прийняті поправки до Арбітражно-процесуального кодексу РФ, що вводять процедуру розгляду колективних позовів [9, с. 58].

Слід на підтримку впровадження групових позовів як ефективного механізму захисту прав у цивільному судочинстві вказати й те, що цивільний процес призначений для розгляду і вирішення індивідуальних позовів. Численність позивачів, зумовлена обставинами окремих категорій цивільних справ, «гальмує» процес, робить його тривалим, дорогим і неефективним. За допомогою інституту групових позовів вирішиться завдання процесуальної економії. Він може бути

використаний у будь-яких сферах суспільних відносин, де виникають конфлікти, які зачіпають питання прав або фактів, загальних для значного кола осіб. До речі, колективним може бути як позивач, так і відповідач [240, с. 139].

Крім того, у науковій літературі перераховуються процесуальні особливості такого позову: 1) позови на захист невизначеного кола інвесторів можуть бути пред'явлені процесуальним позивачем, який не є стороною спору і не має власного інтересу у справі; 2) предметом позову, висунутого на захист невизначеного кола осіб, є вимога про визнання; 3) процесуальними позивачами у сфері ринку цінних паперів можуть бути: а) державні органи відповідно до їх компетенції; б) некомерційні організації згідно із статутними цілями їх діяльності; 4) матеріальні позивачі – власники цінних паперів, які складають невизначене коло осіб, у процесі не беруть участь. На підставі судового рішення, винесеного на захист невизначеного кола осіб, інвестори мають право звертатися до суду з індивідуальними позовами. При цьому факти, встановлені рішенням суду на захист невизначеного кола осіб, є преюдиціальними і доказуванню не підлягають. Тому при розгляді справи суд повинен встановити не кількісний чи персональний склад групи осіб, а число потерпілих від неправомірних дій (бездіяльності) відповідача. Остання обставина є предметом доказування [240, с. 141–142].

Додамо, що Господарський процесуальний кодекс України [59] містить норму, яка передбачає можливість об'єднання позовних вимог, пов'язаних між собою підставою виникнення або поданими доказами, та надає судді право за клопотанням сторін або з власної ініціативи об'єднати кілька вимог, що впливають із корпоративних відносин і пов'язані між собою підставою виникнення або поданими доказами (ч. 1 ст. 58). Однак суб'єктом відносин, що регулюються Господарським процесуальним кодексом України, є підприємець, а не фізична особа, яка не здійснює підприємницьку діяльність.

У зв'язку з цим пропонуємо доповнити чинний Цивільний процесуальний кодекс України [288] нормами, які передбачають можливість пред'явлення групових (колективних) позовів дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери про захист порушених прав, які ними посвідчені, якщо їх кількість буде перевищувати п'ять

позовів одночасно з однієї й тієї самої підстави та їх об'єднання не буде суперечити вимогам спільних позивачів.

Не менш важливим при розгляді окресленого питання є те, що серед механізмів захисту й охорони прав в досудовому порядку в науковій літературі виокремлюють інститут омбудсмена.

Як орган, який повинен здійснювати державний контроль і забезпечувати захист прав громадян у сфері фінансових послуг щодо емісійних цінних паперів бездокументарної форми випуску, пропонується створити інститут омбудсмена у сфері фінансових послуг на ринку цінних паперів. Запровадження такого новаційного юрисдикційного способу захисту є новим для національного законодавства. Інститут захисту прав споживачів та інвесторів фінансових послуг і контролю на фондовому ринку України передбачено Комплексною програмою розвитку фінансового сектору України до 2020 року (пункт розділу С.4) [95].

Передусім зауважимо, що проблемні питання функціонування інституту омбудсмена в системі охорони й захисту прав громадян досліджували у різних правовідносинах. З точки зору конституційного права це питання вивчали російські й вітчизняні науковці, зокрема, І. А. Ракитська [232], В. В. Бойцова [23], Е. Г. Майоров [126], О. В. Марцеляк [133], Ю. М. Тодика [271], Ю. Г. Барабаш [14], В. Б. Барчук [17], Н. С. Наулік [148], Л. В. Голяк [58], С. В. Банах [13] та ін. Вчені підкреслювали важливість цього інституту в державному механізмі та його значення для «існування гарантій охорони прав громадян, у тому числі інституційних». Правове регулювання інституту омбудсмена у є необхідним у тих правовідносинах, де «зросла ймовірність порушень прав громадян без порушень закону», що зумовлює «необхідність посилення охорони прав громадян у таких сферах, де одного лише контролю за законністю недостатньо». Крім того, міжнародна спільнота «через свої політико-правові інститути стала приділяти все більше уваги правам людини, і це спонукає кожну державу прагнути до міжнародних стандартів з прав людини, а інститут омбудсмена цьому сприяє». До того ж впровадження інституту омбудсмена як правозахисного інституту «характеризується демократичними рисами: незалежністю в системі державних органів, відсутністю

формалізованих процедур розгляду заяв і скарг, безоплатним наданням громадянам допомоги, що значно підвищує ефективність правозахисної діяльності» [271, с. 59].

До сказаного додамо, що існуючі уповноважені органи державного управління на ринку цінних паперів та ринку фінансових послуг не здійснюють ефективного контролю у цій сфері й не мають достатніх повноважень для забезпечення суб'єктивних прав і належного державного захисту володільців емісійних цінних паперів, які зараз випускаються у бездокументарній формі. Інститут омбудсмана слід запровадити тому, що є «необхідність у додаткових механізмах захисту прав і свобод громадян» [271, с. 60].

У сфері цивільних правовідносин вивченням проблемних питань інституту омбудсмана як засобу забезпечення прав фізичних осіб займалися, зокрема, О. О. Майданик [125], К. О. Закоморна [80], І. П. Тимошевська [270] та ін. Щоправда, як механізм захисту й охорони суб'єктивних цивільних прав у сфері фінансових послуг на фондовому ринку, наприклад, володільців емісійних цінних паперів, інститут омбудсмана досліджено недостатньо.

Одним із науковців, який розглядав питання впровадження інституту омбудсмана на ринку фінансових послуг, є О. А. Слободян [256]. На його думку, за відсутності ефективного механізму захисту прав споживачів фінансових послуг із боку державних регуляторів споживач змушений звертатися до суду.

Керуючись закордонним досвідом альтернативного вирішення спорів, які виникають у зв'язку з багатогранністю фінансових послуг, науковцем пропонується запровадити інститут фінансового омбудсмана, оскільки, як показує світова практика, досудове врегулювання спорів фінансовим омбудсменом здатне захистити права споживачів фінансових послуг, розвантаживши при цьому судові органи. Процедура вирішення спору фінансовим омбудсменом дозволяє споживачу фінансової послуги більш швидко, безкоштовно отримати обов'язкове до виконання рішення.

Вважаємо за доцільне додати, що у світі існує кілька варіантів формування посади фінансового омбудсмана: 1) як єдиної для всього фінансового сектору (Вірменія, Австралія, Велика Британія, Малайзія, Нідерланди, Фінляндія); 2) як окремої для одного або більше сегментів фінансового ринку (Бельгія, Канада,

Греція, Італія, Казахстан, Нова Зеландія, Польща, Швейцарія); 3) окремої у межах одного або більше сегментів (Франція, Німеччина, США).

За організаційною формою фінансовий омбудсмен може функціонувати як: а) комітет зі справ захисту прав споживачів (Данія, Швеція); б) департамент скарг у складі фінансового регулятора (Мальта, Іспанія), а також в) у рамках державного органу із захисту прав споживачів (Латвія, Литва) [256, с. 154–155].

Вважаємо необхідним на законодавчому рівні якнайшвидше закріпити норми щодо створення інститут омбудсмена у сфері фінансових послуг на ринку цінних паперів як колегіального органу, до складу якого будуть входити представники трьох уповноважених державних органів: Національного банку України, Національна комісія з цінних паперів та фондовому ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Цей колегіальний орган у національній системі захисту прав споживачів фінансових послуг, до складу якого будуть входити представники цих «трьох китів», треба буде зобов'язати взаємодіяти, захищаючи права споживачів фінансових послуг, що можливе через чітке розмежування їх повноважень у сфері регулювання ринків фінансових послуг [256, с. 155]. Така організаційна форма омбудсмена у сфері фінансових послуг на ринку цінних паперів дозволить ефективніше вирішувати спори, пов'язані із охороною суб'єктивних прав володільців емісійних цінних паперів бездокументарної форми випуску [114].

У той же час чинними норми Цивільного кодексу України передбачена така юрисдикційна форма захисту порушених суб'єктивних прав, а саме нотаріусами. Зупинемося на ній детальніше. Відповідно до ст. 18 ЦК України нотаріус здійснює захист цивільних прав шляхом вчинення виконавчого напису на борговому документі у випадках і в порядку, встановлених законом, тобто згідно з нормами законодавства стягнення грошових сум або витребування майна вчиняється за виконавчим написом (ст. 87 Закон України «Про нотаріат» [217]). Нормативно вчинення виконавчого напису врегульоване главою 14 вищезазначеного Закону. Перелік документів, за якими стягнення заборгованості провадиться у безспірному порядку на підставі виконавчих написів, встановлюється Кабінетом Міністрів

України і був затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 29.06.1999 р. № 1172 [163]. Цей перелік підстав, до речі, є вичерпний. Із приводу захисту прав інвесторів у цінні папери, зокрема акції, він був доповнений такою підставою, як стягнення заборгованості з виплати дивідендів [81].

Науковцями наголошується, що на практиці операції по відчуженню цінних паперів супроводжуються укладенням відповідних цивільно-правових договорів (купівлі-продажу, дарування, міни тощо) з одночасним оформленням передавального розпорядження реєстратору (при здійсненні операцій з іменними цінними паперами) і розпорядження зберігачу (при відчуженні знерухомлених цінних паперів або цінних паперів, випущених у бездокументарній формі) згідно із вимогами рішень ДКЦПФР № 60 і № 61 про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів і про депозитарну діяльність. При посвідченні угод із цінними паперами нотаріус при здійсненні операцій із *знерухомленими цінними паперами або випущеними в бездокументарній формі* від продавця має вимагати документ, що підтверджує його право власності на такі цінні папери, яким у такому випадку є виписка з рахунку у цінних паперах, видана зберігачем (ч. 4 ст. 5 Закону України «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»). Для проведення зберігачем операції щодо відчуження цінних паперів, випущених у бездокументарній формі або знерухомлених, продавець повинен оформити відповідне розпорядження (п. 5.10 Положення про депозитарну діяльність, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 26.05.1998 р. № 61). Зауважимо, що засвідчення достовірності підпису продавця на такому розпорядженні нотаріусом чинним законодавством не передбачено [67, с. 55]. Рішення ДКЦПФР від 26.05.1998 р. № 61 [173] втратило чинність на підставі рішення ДКЦПФР від 08.04.2014 р. № 432 та затверджено нове Положення про провадження депозитарної діяльності [174]. Оновленими нормами передбачено можливість нотаріального посвідчення розпорядження депонента на вимогу Центрального депозитарію або депозитарної установи (п. 3 розділу 3 глави 5 зазначеного Положення).

З огляду на вищезазначене варто наголосити, що з метою захисту суб'єктивних прав продавця та покупця бездокументарних цінних паперів необхідно

доповнити Перелік, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 29.06.1999 р. № 1172 [163], наступною позицією: «14. У випадку помилкового розпорядження зберігачу (уповноваженій особі депозитарної установи) продавцем про переведення бездокументарних цінних паперів із рахунку у цінних паперах, дозволити за виконавчим написом нотаріуса здійснення повернення помилково переведених фінансових активів, якщо буде встановлено факт не вчинення договору про відчуження бездокументарних цінних паперів у визначеному законом порядку, та відшкодування продавцем збитків, завданих покупцеві внаслідок такого повернення активів.»

Щоправда, існує інша норма, яка стосується повноважень нотаріуса щодо охорони спадкового майна (ст. 1283 ЦК України). Охорона спадкового майна здійснюється в інтересах спадкоємців, відказоодержувачів і кредиторів спадкодавця з метою збереження його до прийняття спадщини спадкоємцями. Нотаріус за місцем відкриття спадщини, а в населених пунктах, де немає нотаріуса, відповідні органи місцевого самоврядування з власної ініціативи або за заявою спадкоємців вживають заходів щодо охорони спадкового майна, що тривають до закінчення строку, встановленого для прийняття спадщини. Витрати на охорону спадкового майна відшкодовуються спадкоємцями відповідно до їх частки у спадщині.

Ці норми не включені до глави ЦК України, в якій врегульовано захист цивільних прав та інтересів, але їх можна віднести до охоронних норм.

Справедливості ради вкажемо, що проблемі захисту прав спадкоємців бездокументарних цінних паперів шляхом застосування нотаріальних повноважень, що може кваліфікуватися як юрисдикційна форма захисту прав дрібних володільців цих фондових інструментів, приділяли увагу російський спеціаліст законодавчо-методичного відділу Федеральної нотаріальної палати А. Амрасовська [8], вітчизняний цивіліст С. В. Мазуренко [124] та ін.

Підтвердженням важливості цього питання є судова практика по справах щодо переходу права власності на бездокументарні акції унаслідок спадкування (справа № 22-ц-7007/12 від 30.01.2013 р. [275], справа № 500/5399/16-ц від 29.11.2016 р. [238]). Згідно із нею існує особливий порядок вчинення дій нотаріусом для захисту прав дрібних володільців-спадкоємців цих оборотоздатних об'єктів цивільних прав, який не

закріплений загальними спадковими нормами ЦК України. Це не додає їх майбутнім володільцям впевненості у правильності вчинення дій щодо здійснення своїх спадкових прав на бездокументарні цінних паперів. Щоб забезпечити реалізацію й охорону спадкового права, звернувшись до нотаріуса у відведений на це законодавством строк, або після його спливу у випадку, коли спадкоємець не знав про таку необхідність, слід у ЦК України виписати, які дії має вчиняти нотаріус.

Додамо, що особливий порядок спадкування бездокументарних цінних паперів передбачає наступне: спадкоємець повинен обов'язково звернутися до нотаріуса для вступу у спадщину й отримати свідоцтво про право власності на бездокументарні цінні папери, які включаються до спадкового майна, незалежно від того, проживав він із спадкодавцем разом чи ні. Надалі спадкоємцю варто звернутися до реєстратора, який веде реєстр власників іменних цінних паперів, для переоформлення права власності на успадковані бездокументарні цінні папери (Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.1998 р. № 60 [172], було чинним до 16.05.2014 року). У випадку переходу у спадщину бездокументарних цінних паперів зберігачем, у якого був відкритий рахунок у цінних паперах померлого, проводиться безумовна операція з переказу його бездокументарних цінних паперів на рахунок у цінних паперах, відкритий його спадкоємцеві (спадкоємцям). Підставою для такого переказу є свідоцтво про право на спадщину, представлене спадкоємцем (п. 5.10.9 Положення про депозитарну діяльність, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 26.05.1998 р. № 61 [173], яке було чинним до 16.05.2014 року). За відсутності у спадкоємця (спадкоємців) рахунку в цінних паперах він (вони) повинен відкрити такий рахунок у будь-якого зберігача, що має відповідний дозвіл ДКЦПФР. Підтвердженням права власності на бездокументарні цінні папери, як уже наголошувалося, вважається виписка з рахунку в цінних паперах, що видається спадкоємцеві зберігачем (ч.4 ст.5 Закону України «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [216]).

Крім того, згідно із чинними нормами вітчизняного законодавства спадкування або правонаступництво емісійних цінних паперів (акцій та облігацій),

які є бездокументарними, провадяться без залучення будь-яких посередників. Хоча ст. 1285 ЦК України містить положення стосовно управління спадщиною, але для цього в ній вказано тільки дві підстави: відсутність спадкоємців або виконавця заповіту. Можливість безпосередньо відчужувати цінні папери у спадкоємців може з'явитися тільки після спливу шести місяців, коли вони стануть власниками цих фондових інструментів.

Враховуючи все вищевикладене, пропонуємо внести зміни до ЦК України і передбачити норми, що регулюють порядок видачі тимчасового свідоцтва на право розпорядження цінними паперами, у тому числі бездокументарними, спадкоємцям до їх вступу у права власності на них для отримання можливості залучати протягом шестимісячного строку, у разі необхідності, до управління цінними паперами управителів як механізм охорони прав спадкоємців, що є дрібними володільцями бездокументарних цінних паперів.

Беручи до уваги той факт, що цінні папери (документарні та бездокументарні) – особливий об'єкт цивільного обороту, а також те, що емісійними цінними паперами визнаються бездокументарні акції й облігації, до ст. 1285 ЦК України варто включити таке положення:

«За бажанням спадкоємця після отримання тимчасового свідоцтва про право власності на бездокументарні цінні папери він може укласти договір управління цінними паперами (акціями) з довіреною особою стосовно використання корпоративних майнових (отримання дивідендів) і немайнових (особистих) прав акціонерів у випадку закінчення строку обігу облігацій або дострокового їх погашення».

Серед способів юрисдикційного захисту розглянемо й такий механізм, як *визнання емісії бездокументарних цінних паперів недобросовісною*, що є підставою визнання емісії недійсною (ч. 6 ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [223]). Вкажемо, що емісія стосується будь-яких цінних паперів, зокрема бездокументарних. Емісія бездокументарних цінних паперів – це емісійні правовідносини, що є підставою їх виникнення та утворюють юридичний (фактичний) склад певної послідовності юридичних дій, врегульованих нормами права, і які виступають частиною правовідносин цивільного обороту

бездокументарних цінних паперів як оборотоздатних об'єктів цивільних прав й має певні особливості [121].

За змістом прав, посвідчених бездокументарними цінними паперами, ці фінансові інструменти поділяються на: корпоративні (бездокументарні акції) й боргові (бездокументарні облігації). Відповідно, й правові засоби захисту дрібних інвесторів [315, с. 96–97] в такі фондові інструменти мають різну юридичну форму і способи захисту. Звернемо увагу на те, що більш незахищеними різновидами бездокументарних цінних паперів при недобросовісній емісії передусім є такі, які емітуються не державною, а юридичними особами приватного права – акціонерними товариствами (акції), корпоративними підприємствами (корпоративні облігації).

Додамо, що правові засоби захисту прав й інтересів інвесторів у цінні папери досліджували В. Л. Яроцький [306], О. Федоришин [278], М. Ясус [315], А. Селивановський і М. Селиванівська [252], А. Ю. Бушев [29], К. А. Малишенко і В. А. Малишенко [131] та ін., у той же час питання захисту прав та інтересів інвесторів – перших набувачів при недобросовісній емісії бездокументарних цінних паперів приділялося недостатньо уваги. Більш того, з приводу існування абсолютного права власності на бездокументарні цінні папери в цивільному обороті ведуться дискусії.

Вітчизняними цивілістами висловлювали думку, що, оскільки папір фізично не існує, тому право «на папір» трансформоване і має не речовий, а зобов'язальний характер. Особливості фікції права власності для бездокументарних цінних паперів, яка перетворилася на вчинені зберігачем електронні облікові записи, зумовлюють й зміну правовідносин щодо механізму здійснення й охорони прав власників бездокументарних цінних паперів. Так, атипова конструкція бездокументарних цінних паперів визначає специфіку реалізації посвідчених ними майнових прав, адже вказані права й обов'язки учасників Національної депозитарної системи України реалізуються в межах відносин особливого виду. Їх специфіка обумовлена створенням особливого договірно-організаційного механізму забезпечення їх випуску та обігу в межах спеціально створеної Національної депозитарної системи за наявності особливого (посиленого) державного контролю за його провадженням.

Механізм здійснення майнових прав, посвідчених бездокументарними цінними паперами, можна окреслити таким чином. Він заснований на праві вимоги управоможеної за бездокументарним цінним папером особи до відповідного зберігача (депозитарію) вчиняти весь комплекс передбачених законодавством дій з обслуговування рахунку в цінних паперах [309, с. 175].

Альтернативну думку свого часу висловлювали російські вчені, підкреслюючи, що бездокументарні цінні папери в класичному розумінні речами не є, але вони й не є майновими правами, хоча їх можна розглядати як оболонку, що приховує сукупність таких прав. Ця властивість бездокументних цінних паперів і зумовлює особливості абсолютного права на них. Зокрема, науковці довели, що таке абсолютне право на бездокументний цінний папір, як ідеальна субстанція включає дві правомочності: право бути вказаним у книгах суб'єкта, що здійснює облік прав на бездокументні цінні папери як управоможена на них особа, та право розпоряджатися такими бездокументними цінними паперами своєю владою і у своїх інтересах, будучи при цьому обмеженим тільки законом, іншими правовими актами і загальним обов'язком не порушувати прав та інтересів інших осіб, що охороняються законом [294, с. 33–34].

Із цього приводу зауважимо, що юридичною формою визнання емісії бездокументарних цінних паперів недійсною з підстав недобросовісності буде скасування юридичного (фактичного) складу, яким визнається така емісія, елементами якої є: 1) вчинення попередніх короткострокових (тимчасових односторонніх) правочинів із депозитарною установою; 2) узгодження й оформлення Умов випуску з визначенням зобов'язань емітента – юридичної особи, яка буде зобов'язана необмеженому колу осіб – власникам емісійних цінних паперів; 3) такі Умови випуску за юридичною природою виступають одностороннім публічним правочином [119].

При визнанні емісії бездокументарних цінних паперів недійсною буде правоприпиняючий юридичний (фактичний) склад для емісійних відносин. Для емітента такого фондового інструмента як першої управоможеної на них особи, правомочність щодо права бути вказаним в реєстрі у зберігача (книгах суб'єкта),

який здійснює облік прав на цінні папери, буде означати визнання нікчемними односторонніх правочинів: а) попередніх короткострокових (тимчасових), що укладаються з депозитарною установою стосовно реєстрації емітента як першого володільця і відкриття рахунку в цінних паперах на його ім'я; б) умов випуску, що за юридичною природою є публічним правочином і вважається публічною офертою.

На цьому етапі права інвесторів у бездокументарні цінні папери ще не порушуються, бо емітент як перший їх володільць не використав іншу правомочність, що складає абсолютне право емітента на бездокументарні цінні папери, йдеться про право розпоряджатися такими бездокументарними цінними паперами власною владою і у власних інтересах. Така правомочність для емітента бездокументарних цінних паперів означає його право на їх розміщення (відчуження) шляхом вчинення односторонніх правочинів на первинному ринку цінних паперів як організованому (фондовому ринку), так і неорганізованому, а саме безпосередньо у юридичних осіб-емітентів приватного права (підприємств), для реалізації інтересів індивідуальних інвесторів при розміщенні своїх заощаджень у бездокументарні цінні папери (акції й корпоративні облигації).

Свого часу Г. Н. Шевченко підкреслювала, що друга правомочність, яка входить до запропонованого абсолютного права на бездокументарний цінний папір, складає право розпорядження, що означає визначення юридичної долі бездокументарного цінного папера. Перехід права на бездокументарний цінний папір слід розглядати як припинення права на нього у відчужувача і виникнення такого права у набувача. Перехід права на бездокументарний цінний папір також фіксується особою, управоможеною здійснювати такі записи [294, с. 34].

Законодавець передбачає випадки, коли емітент встиг здійснити перший трансферт (відчуження) бездокументарних цінних паперів. При визнанні емісії бездокументарних цінних паперів недобросовісною і, як наслідок, визнання її недійсною можуть використовуватися наступні засоби охорони прав інвесторів у бездокументарні цінні папери з огляду на те, що ці фондові інструменти в доктрині цивільного права розглядаються як об'єкти цивільних прав:

1) як речей (ст. 177 ЦК України [287]), на які поширюється правовий режим права власності завдяки застосуванню правової фікції та які визнаються абсолютними правами;

2) як майнових прав [294, с. 30], що створюють зобов'язання [16, с. 14] та визнаються відносними правами [20, с. 41]. Зміст прав за цінними паперами поділяється на внутрішні ознаки власне цінного папера (характер прав) і ознаки, які відображають суб'єктивний склад зобов'язання (статус зобов'язаного та управоможеної за цінними паперами особи [239, с. 35]. Права відображають внутрішній зміст бездокументарних цінних паперів, а зобов'язання є зовнішнім відображенням бездокументарних цінних паперів. Таке перевтілення прав у зобов'язанні виникає в момент здійснення першого трансферту з бездокументарними цінними паперами як певного розпорядження або акта особи, яка передає цінний папір [239, с. 34];

3) як «об'єкти, що займають проміжне місце між речами й майновими правами, немов стоячи на межі речового й зобов'язального права, адже юридично вони існують у вигляді майнових прав, виконуючи функції своїх речових аналогів – класичних цінних паперів» [272, с. 361].

Розглянемо цей аспект детальніше. Під поняттям «відчуження» в науковій літературі розуміється акт розпорядження майновим правом, внаслідок якого змінюється управоможений суб'єкт, право припиняється в попереднього правоволодільця і виникає у нового; відчуження і набуття майнових прав є взаємообумовленими актами, що призводять до динаміки цивільних правовідносин [296, с. 447]. Тому правоприпиняючий юридичний склад для емісійних відносин буде мати свої особливості, враховуючи, що між емітентом і першими інвесторами вже виникли нові правовстановлюючі юридичні факти «як передумова правоволодіння, за умови дотримання яких відбуватиметься подальший рух усього механізму цивільно-правового регулювання зобов'язальних відносин [168, с. 166].

Наступним розглянемо склад правоприпиняючих юридичних фактів, що формується залежно від правовідносин: 1) у речовому праві – це звернення стягнення на майно за зобов'язаннями власника, знищення речі, реквізиція, викуп

пам'яток історії і культури, викуп земельної ділянки у зв'язку із суспільною необхідністю, націоналізація, припинення права власності на майно, яке за законом не може належати особі, тощо; 2) у зобов'язальних правовідносинах – це припинення зобов'язання на вимогу однієї зі сторін, припинення цивільно-правового зобов'язання за домовленістю сторін про заміну первісного зобов'язання новим зобов'язанням між тими ж сторонами (новація), неможливість виконання цивільно-правового зобов'язання [103, с. 136–138].

З огляду на те, що законодавець визнає бездокументарні цінні папери об'єктами цивільних прав, а саме речами, але при цьому зауважує, що вони є нематеріальними об'єктами в цивільному обороті, то їх можна відносити до нематеріального блага в широкому розумінні: «У широкому розумінні в теорії цивільного права під нематеріальними благами розуміють усі ті об'єкти, які не мають фізичної субстанції. Зокрема, до таких відносять не тільки результати інтелектуальної, творчої діяльності, інформацію, особисті немайнові блага, а й послуги, майнові права як об'єкти цивільних прав, бездокументарні цінні папери, безготівкові гроші тощо. У вузькому розумінні термін «нематеріальні блага» використовується як спеціальний тільки для позначення об'єктів, перерахованих у главі 15 ЦК України, а саме: об'єктів права інтелектуальної власності, інформації, особистих немайнових благ» [255, с. 63]. Проте нематеріальні блага існують об'єктивно, незалежно від їх правової регламентації законодавцем. Щоправда, суб'єкт повинен мати реальну можливість їх використовувати, а також охороняти й захищати у разі порушення. Тому всі немайнові блага повинні розглядатися як об'єкти цивільних прав і підлягати охороні [99, с. 134].

Розуміючи під бездокументарними цінними паперами майнові права, які створюють зобов'язальні відносини, то «виходячи із вузького підходу під елементами механізму зобов'язальних відносин потрібно розуміти: а) нормативну основу правового регулювання, тобто створювані або державою норми цивільного права, або учасниками цивільних відносин правоположення, на базі яких і здійснюється упорядкування зобов'язальних відносин; б) юридичні факти (юридичні склади); в) виникнення прав й обов'язків (правовідносин) учасників

зобов'язань; г) здійснення суб'єктивних цивільних прав і виконання сторонами обов'язків; д) захист суб'єктивних цивільних прав і законних інтересів учасників зобов'язальних відносин. При цьому останній елемент є додатковим (факультативним), оскільки він має місце лише за умови порушення (невизнання, оспорювання) суб'єктивних прав та інтересів учасників зобов'язальних відносин [168, с.165].

Вище зазначалося, що бездокументарні цінні папери посвідчують певні права, а залежно від змісту цих прав вони поділяються на: а) корпоративні – акції як пайові цінні папери та б) боргові – облігації як права вимоги. Бездокументарні акції й бездокументарні облігації при їх первинному розміщенні (відчуженні) шляхом укладання договорів купівлі-продажу мають певні особливі відмінності, що пов'язано зі змістом тих прав, які вони посвідчують. Тому і сукупність права, що переходить до першого інвестора і може бути порушена у зв'язку з визнанням емісії цих цінних паперів недобросовісною, буде різною.

Треба наголосити, що в науковій літературі до основних форм недобросовісної поведінки по відношенню до інвесторів, утиску їх прав і інтересів під час проведення емісії акцій і, враховуючи вітчизняний і світовий досвід здійснення випуску акцій, можна запропонувати наступну класифікацію недобросовісних емісій: 1) «авантюрна», що має давні історичні корені; 2) «романтична», під якою розуміється емісія, коли за справу беруться люди, які не мають реального, прагматичного, обґрунтованого проекту використання інвестицій; 3) «кулуарна», тобто така, коли несправжній характер емісії проявляється у відхиленні від звичайної мети; 4) «косметична», яка має місце тоді, коли емітент (або андеррайтер) за допомогою рекламних та інших засобів намагається в період розміщення акцій прикрасити ситуацію, накласти «косметику» на реальний стан справ на підприємстві, що є приховуванням справжнього становища підприємства [166, с. 7–8].

Підсумовуючи, додамо, що зміст прав, які посвідчують документарні і бездокументарні акція, утворюють складну сукупність корпоративних прав, кожне з яких окремо вважається корпоративним правом [35, с. 161], та до яких входять майнові [84] (права на дивіденди) й немайнові (особисті організаційно-розпорядчі) [85].

Крім того, у сучасній науковій літературі дискусійним є питання визначення природи зобов'язань, посвідчених пайовими цінними паперами (документарними й бездокументарними). Одні вчені вважають, що пайові цінні папери (наприклад, акції), хоч і надають їх власникам право на одержання частини прибутку у вигляді дивідендів, усе ще не є підтвердженням існування між акціонером і акціонерним товариством цивільно-правового зобов'язання щодо їх виплати [22, с. 26]. Інші цивілісти висловлювали думку про те, що цінність у регулятивних корпоративних правовідносинах у рамках АТ становить не акція, а корпоративні права, посвідчені нею. Особа, вступаючи до таких правовідносин, зацікавлена в набутті саме відповідних прав із метою участі в управлінні товариством й можливості належного їх здійснення. При порушенні (невизнанні, оспорюванні) чи створенні загрози порушення регулятивних корпоративних прав інтерес акціонера становлять не будь-які дії, поведінка, акції та інші об'єкти, які запропоновано фахівцями вважати об'єктами корпоративних правовідносин, а відновлення й безперешкодне здійснення належних йому регулятивних корпоративних прав, тобто прав, які складають зміст інших (регулятивних) корпоративних правовідносин [77, с. 103, 104].

Акцентуємо на тому, що альтернативний шлях залучення додаткових фінансових ресурсів на платній і зворотній основі, який все частіше обирають підприємства, – це випуск боргових цінних паперів, зокрема облігацій. У свою чергу, облігації (документарні й бездокументарні) – один із видів цінних паперів, які встановлюють кредиторсько-дебіторські відносини між емітентом облігацій (позичальником) та інвестором (кредитором) [108, с. 61–62].

Виконання зобов'язань за облігаціями підприємств здійснюється відповідно до рішення про випуск облігацій та інформації про випуск облігацій, що подаються реєструючому органу емітентом (п. 5.2, 6.1 Положення про порядок випуску облігацій підприємств, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 17.07.2003 р. № 322) [22, с. 28]. Замість зазначеного Положення чинним на сьогодні є Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу [178], відповідні норми якого регулюють зобов'язання емітента облігацій перед їх володільцем та передбачені у додатках 7–10 до Положення.

Підсумовуючи наведене вище, зазначимо, що емісія бездокументарних цінних паперів розглядається як: а) емісійні правовідносини; б) юридичний (фактичний) склад; в) односторонньо-уповноважуючий правочин [310, с. 56].

Тому правовими механізмами визнання емісії бездокументарних цінних паперів недійсною на підставі її недобросовісності необхідно розглядати як: 1) розірвання (припинення) в односторонньому порядку емісійних правовідносин; 2) виникнення правоприпиняючого юридичного (фактичного) складу; 3) визнання односторонньо-уповноважуючого правочину недійсним з підстав, передбачених ч. 5 ст. 203 ЦК України (правочин має бути спрямований на реальне настання правових наслідків, зумовлених ним).

Правові засоби захисту прав дрібних інвесторів при недобросовісній емісії бездокументарних цінних паперів враховуючи їх правову природу і зміст прав, посвідчених ними, можуть поділятися на:

I) способи захисту, що визначаються нормами публічного права, а саме прийнятими державою й владними уповноваженими органами управління (законодавчими – ч. 6 ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та підзаконними нормативними актами – розділ V Порядку визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною [184]);

II) способи захисту, що закріплюються в актах приватного права (установчих документах юридичних осіб-емітентів приватного права, договорах), які можуть бути передбачені:

а) для корпоративних пайових цінних паперів (акцій) як складної сукупності корпоративних прав, до яких входять майнові права (права на дивіденди), та немайнові права (особисті організаційні-розпорядчі) – у статутах акціонерних товариств, акціонерних угодах [261], корпоративних правочинах [262]. Кожне право цінне можливістю його реалізації і захисту, бо без цього право перетворюється на юридичне ніщо. Недійсність акціонерної угоди настає за загальними правилами недійсності правочинів. Корпоративне законодавство вимагає балансу між імперативністю й диспозитивністю. Запровадження останньої відбувається через внутрішньокорпоративні (локальні) акти та акціонерні угоди.

Необхідність перегляду тих засад, які мають бути покладені в основу корпоративного законодавства, є нагальною потребою [261, с. 181–182];

б) для корпоративних боргових цінних паперів (облігацій підприємств) як прав вимоги засоби захисту прав інвесторів у них слід передбачати в: 1) установчих документах емітента; 2) попередніх публічних договорах, укладених з кожним дрібним інвестором; 3) локальних актах установ, які визнані державою як легальні установи публічного права, створені для залучення власників цінних паперів для вирішення актуальних питань, пов'язаних із володінням цінним паперами й захистом їх інтересів (наприклад, об'єднань професійних учасників фондового ринку і саморегульованих організацій (СРО) професійних учасників фондового ринку, що передбачено ст. 47, 48, 49 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»), а також утворення «інститутів загальних зборів власників облігацій та інститутів представників власників облігацій» [252, с. 43]. Засоби саморегулювання СРО мають приватноправовий характер, оскільки встановлюються суб'єктом приватного права для юридично рівних учасників відносин, що визнають правила та стандарти на підставі свого входження до відповідного ринку. Фактично «імперативність» для учасників ринку норм підтверджується легітимацією (визнанням) СРО регулятором [105, с.119-120]; 4) шляхом співробітництва, яке може полягати в тому, що відчужувач на прохання набувача або з власної ініціативи надає додаткову (не передбачену умовами договору) інформацію, документи тощо, які стосуються боржника або переданого майнового права й можливості його здійснення, виконує інші дії, не передбачені законом чи договором як його обов'язки, але які спрямовані на усіляке сприяння набувачу у здійсненні набутого майнового права.

Таким чином, принцип співробітництва у зобов'язальних правовідносинах, об'єктом яких є майнове право, посвідчене бездокументарною облігацією в тому числі, має істотне значення, оскільки спрямований на досягнення набувачем кінцевого інтересу, що забезпечується здійсненням набутого майнового права [296, с.433].

Підсумовуючи сказане, пропонуємо доповнити гл. 48 ЦК України статтею, яка передбачає порядок виконання зобов'язань емітента перед дрібними інвесторами в

бездокументарні цінні папери, що виникають з корпоративних прав по бездокументарних акціях та прав вимоги по бездокументарних облігаціях у зв'язку з визнанням емісії цінних паперів недобросовісною. Враховуючи те, що бездокументарним цінним паперам властива ознака емісійності [239, с. 35], крім загальних норм, які встановлюють способи захисту прав інвесторів у зв'язку з визнанням емісії цінних паперів недобросовісною (ч. 6 ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та розділ V Порядку визнання емісію цінних паперів недобросовісною та недійсною [184]), передбачити спеціальні норми, які будуть обов'язковими при емісії бездокументарних цінних паперів. Для цього слід ч. 6 ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» доповнити нормою про обов'язковість внесення як істотної умови проспекту емісії та Умов випуску цих фондових інструментів підстав для визнання їх емісії недобросовісною.

3.2. Самозахист прав на бездокументарні цінні папери

В юридичній літературі охорону порушених суб'єктивних прав у вузькому розумінні прийнято іменувати “захистом” прав, тобто захист права виникає та існує лише при об'єктивному порушенні дійсного права і може здійснюватися не тільки державою в особі державного органу, а й самою особою, якій належить дане право (самозахист), що впливає зі змісту ст. 19 ЦК України. Таким чином, самозахист є складовою захисту [268, с. 152].

З огляду на те, що законодавцем було запроваджено правові фікції стосовно того, що усі цінні папери є речами, до яких включається й усе майно, у тому числі й майнові права, то і на бездокументарні цінні папери як певні права можна поширити положення щодо самозахисту речових прав, але з деякими обмеженнями, враховуючи особливості обігу бездокументарних цінних паперів як об'єктів цивільних прав.

Об'єктами самозахисту в цивільному праві можуть розглядатися лише суб'єктивні цивільні права, оскільки вони належать конкретним особам і мають чітко визначений у законодавстві характер, зміст і межі здійснення. Отже, при самозахисті конкретного права особа чітко розуміє реальну наявність права і,

виходячи із цього, може, як того вимагає законодавство (ст. 19 ЦК України), самостійно обирати дії із самозахисту з урахуванням їх відповідності змісту цього права, характеру й небезпеці конкретного його порушення. Такий висновок дає змогу звзвити коло закріплених у законодавстві й юридичній літературі об'єктів самозахисту, водночас жодним чином не обмежуючи право особи на самозахист. Це дасть змогу уникнути термінологічної плутанини при вивченні питань, пов'язаних із самозахистом, і краще зрозуміти особливості здійснення права на самозахист [267, с. 193].

Питання самозахисту прав досліджувалися, зокрема, в аспекті самозахисту речових прав [312], [307]. Наприклад, проблему спадкування акцій вивчали російські й українські цивілісти і науковці економічної сфери такі, як Л. І. Корчевська [101], В. В. Пронін [226], В. А. Васильєва [34], Н. С. Бутрин [28], Н. В. Єсауленко [76], О. С. Швиденко [292], І. В. Спасибо-Фатеева [260] та ін.

Бездокументарні акції в цивільному обороті є емісійними цінними паперами, які посвідчують певні корпоративні права. У науковій літературі підкреслюється, що законодавець визначає корпоративні права як поєднання двох груп прав – майнового і немайнового характеру. На підставі аналізу законодавчих актів, які встановлюють права учасників господарських товариств, можна виокремити в останню групу такі основні правомочності: 1) брати участь в управлінні товариством у порядку, визначеному в установчих документах, крім випадків, установлених законом; 2) брати участь у розподілі прибутку; 3) вийти в установленому порядку з товариства; г) одержувати інформацію про діяльність товариства у порядку, встановленому установчими документами. Крім того, Закон України «Про акціонерні товариства» передбачає, що акціонери у процесі здійснення права на участь у загальних зборах товариства наділяються низкою прав: а) отримувати інформацію про дату, час і місце проведення загальних зборів та іншу інформацію, передбачену ч. 3 ст. 35 Закону; б) ознайомлюватися з документами, необхідними для прийняття рішень з питань порядку денного. У повідомленні про проведення загальних зборів зазначаються: конкретне місце для ознайомлення (номер кімнати, офісу тощо) й посадова особа товариства, відповідальна за порядок ознайомлення акціонерів з документами (ч. 1 ст. 36); в) ознайомлюватися з проектом

(проектами) рішення з питань порядку денного (ч. 2 ст. 37); г) вносити пропозиції щодо питань, включених до порядку денного загальних зборів акціонерного товариства, а також щодо нових кандидатів до складу органів товариства. Пропозиції надаються не пізніше ніж за 20 днів до проведення загальних зборів (ч. 1 ст. 38); д) знати про зміни в порядку денному (ч. 7 ст. 38); е) брати участь у загальних зборах особисто або через представника (ст. 39) [85, с. 178].

Варто звернути увагу на проблему захисту прав спадкоємців бездокументарних акцій. Вітчизняними правниками наголошується, що спадкування акцій має певні особливості: 1) спадкоємці можуть успадковувати право вимоги, яку мав померлий акціонер щодо акціонерного товариства і строк пред'явлення якої не минув; 2) акція як об'єкт цивільних прав успадковується, а до спадкоємців померлого акціонера переходять усі права, що посвідчуються акцією; 3) спадкування акцій можливе тільки за умовами, якщо померлий акціонер набув на останню право власності; 4) залежно від того, набув померлий акціонер право власності на акції чи ні, об'єктом спадкування може бути акція або право на отримання акцій у власність. Важливого практичного значення набуває питання управління акціонерним товариством під час спадкування акцій померлого акціонера його спадкоємцями до отримання останніми свідоцтва про право на спадщину. Для вирішення цього питання запропоновано у Законі України «Про акціонерні товариства» встановити, що товариство має можливість до вступу в права спадкування осіб, кількість голосів яких може вплинути на рішення загальних зборів, приймати тільки ті рішення, які не призведуть до значних змін у товаристві, а з метою забезпечення статусу приватного акціонерного товариства у Законі України «Про акціонерні товариства» закріпити, що акції приватного акціонерного товариства переходять до спадкоємця фізичної особи або правонаступника юридичної особи – учасника товариства лише за згодою інших учасників товариства, якщо інше не передбачено статутом товариства. Крім того, із метою забезпечення гарантій прав спадкоємців померлого акціонера необхідно зазначити обов'язкову вказівку у договорі купівлі-продажу акцій під час створення акціонерного товариства та під час додаткового випуску акцій на строк

користування майновими правами, які передаються в оплату акцій, оскільки таке майно є власністю акціонера, яке у випадку його смерті переходить до спадкоємців [76, с. 406].

Проаналізувавши доробки науковців треба зазначити, що проблема самозахисту прав спадкоємців при спадкуванні бездокументарних акцій як корпоративних прав, що включають майнові та немайнові (особисті) права, досліджена недостатньо.

Зупинимося на цьому питанні й розглянемо його детальніше. Конституція України передбачає, що кожен має право будь-якими не забороненими законом засобами захищати свої права і свободи від порушень і протиправних посягань (ч. 5 ст. 55). Отже, особа у змозі обирати способи самозахисту, які можуть встановлюються договором або актами цивільного законодавства (абз. 2 ч. 2 ст. 19 ЦК України).

У той же час загальне цивільне законодавство, зокрема ЦК України, не передбачає порядку спадкування цінних паперів, у ньому міститься тільки положення щодо спадкування частки у статутному капіталі таких господарських товариств, як товариства з обмеженою відповідальністю (ч. 5 ст. 147). Нормами ЦК України закріплено, що не входить до складу спадщини право на участь у товариствах, якщо інше не встановлено законом або їх установчими документами (ч. 2 ст. 1219 ЦК).

Стосовно спадкування акцій Верховний Суд України надав деякі роз'яснення у постанові Пленуму «Про судову практику у справах про спадкування» [221] від 30.05.2008 р. № 7 (п. 9): «Вирішуючи спір про спадкування частки учасника підприємницького товариства, необхідно враховувати, що це допускається статтями 130, 147, 166 ЦК України, статтями 55, 69 Закону України "Про господарські товариства" від 19.09.1991 р. № 1576-ХІІ і не підпадає під заборону п. 2 ч. 1 ст. 1219 ЦК України. При цьому спадкується не право на участь, а право на частку в статутному (складеному) капіталі».

Про спадкування акцій як частки статутного капіталу акціонерного товариства йдеться в ч. 2 та 3 ст. 28 Закону України «Про господарські товариства» від 19.09.1991 року № 1576-ХІІ: «Акція може бути придбана також на підставі договору з її власником або держателем за ціною, що визначається сторонами, або за ціною, що склалася на фондовому ринку, а також у порядку спадкоємства громадян чи

правонаступництва юридичних осіб та з інших підстав, передбачених законодавством. Перехід і реалізація права власності на акції здійснюються відповідно до законодавства України».

У науковій літературі наголошується, що в акціонерних товариствах до спадкоємців переходить право власності на акції, які як цінні папери відповідно до ст. 194, 195 ЦК України та Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV [223] засвідчують у статутному (складеному) капіталі, надають їх власникам право на участь в управлінні емітентом і одержання частини прибутку, зокрема, у вигляді дивідендів, на частину майна при ліквідації емітента. При цьому не можна виключати зі складу спадщини акції закритих акціонерних товариств та відмовляти спадкоємцям у визнанні права власності на акції, оскільки цінні папери відповідно до ст. 177 ЦК України є об'єктами цивільних прав, які за ст. 178 ЦК України можуть вільно переходити від однієї особи до іншої в порядку спадкування, якщо вони не вилучені з цивільного обороту, або не обмежені в обороті, або є невід'ємними від особи, що має бути прямо встановлено в законі. За відсутності в законі обмежень на спадкування акцій закритого акціонерного товариства не можна відмовляти у визнанні права власності спадкоємця на акції, навіть якщо це не передбачено статутом товариства [63, с. 218].

До наведеного варто додати, що на відміну від інших бездокументарних цінних паперів бездокументарні акції, які посвідчують корпоративні права, мають обмежену цивільну оборотоздатність, а це не дозволяє спадкувати корпоративні права немайнового характеру з огляду на те, що: 1) немайнові корпоративні права окремо і сукупно не можуть бути предметом деяких правочинів, оскільки у цивільному обороті корпоративне право виступає як неподільний об'єкт; 2) вони переходять до іншої особи при відчуженні акцій чи частки у статутному (складеному) капіталі; 3) їх зміст та співвідношення із майновими залежить від організаційно-правової форми господарського товариства [85, с. 179 – 180].

На думку вітчизняних науковців, самозахист корпоративних прав відбувається шляхом реалізації наданих учасникам законодавством і внутрішніми актами товариства можливостей із забезпечення своїх прав без звернення до суду чи інших

спеціальних державних органів. У корпоративних правовідносинах, на відміну від інших, ця форма відіграє значну роль у захисті прав, що безпосередньо впливає з особливостей корпоративних правовідносин, корпоративного управління й організації діяльності господарських товариств. Зокрема, законодавством закріплено ряд положень щодо діяльності господарських товариств, які є своєрідними гарантіями прав їх учасників, а також можливості учасників у випадках, коли є порушення їх прав чи, на їх думку, такі порушення можуть реально виникнути, припинити їх шляхом звернення до внутрішніх органів управління господарським товариством. При цьому залежно від порядку реалізації самозахисту можна розрізняти: а) безпосередній порядок самозахисту корпоративних прав, який передбачає самостійні дії учасників товариства без залучення інших суб'єктів, зокрема, органів управління товариством; б) опосередкований порядок самозахисту, який потребує залучення до захисту своїх прав органів управління господарським товариством [89, с. 315–316].

Із метою впровадження світового досвіду, який свідчить про широке застосування механізмів укладення корпоративних договорів як одного з найефективніших засобів захисту прав та інтересів інвесторів, запропоновано ввести до законодавства України норми щодо укладення корпоративних договорів – договорів про реалізацію прав учасників (засновників) товариства з обмеженою відповідальністю та договорів між акціонерами, а також внести до ЦК України необхідні зміни, які дадуть можливість ефективно задіяти механізм управління й прийняття внутрішніх рішень шляхом укладення акціонерами (учасниками) корпоративних договорів (проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо корпоративних договорів», реєстраційний номер у Верховній Раді України № 4470 від 19.04.2016 р.) [235, с. 98]. До речі, Закон вже прийнято Верховною Радою України 23.03.2017 р. та передано на підпис Президенту України [79]. Після набрання ним чинності до Закону України "Про акціонерні товариства" будуть внесені зміни, зокрема, його буде доповнено статтею 26¹, де дається визначення договору між акціонерами товариства (*акціонерний або корпоративний договір*) як договору, предметом якого є реалізація акціонерами –

власниками простих і привілейованих акцій прав на акції та/або прав за акціями, передбачених законодавством, статутом та іншими внутрішніми документами товариства (далі – договір між акціонерами). За договором між акціонерами його сторони зобов'язуються реалізувати у спосіб, встановлений таким договором, свої права та/або утримуватися від реалізації зазначених прав. Договір між акціонерами може містити обов'язок його сторін голосувати у спосіб, визначених таким договором, на загальних зборах акціонерів товариства, погоджувати придбання або відчуження акцій за заздальгідь обумовленою ціною та/або у разі настання вказаних у договорі обставин утримуватися від відчуження акцій до настання визначених у договорі обставин, а також вчиняти інші дії, пов'язані з управлінням товариством, його припиненням або виділом з нього нового товариства. До договору між акціонерами може бути включені умови або порядок визначення умов, на яких акціонер – сторона договору має право або зобов'язаний придбати чи продати акції товариства, а також перераховані випадки (які можуть залежати чи не залежати від дій сторін), коли таке право або обов'язок виникають.

Висвітлюючи це питання, не можна залишити поза увагою те, що існують певні недоопрацювання на законодавчому рівні щодо спадкування бездокументарних акцій. Крім того, дискусійним у науковій літературі є питання стосовно юридичної природи заповіту як: 1) правочину, тому на нього поширюються загальні норми зобов'язального права [63, с. 222] або 2) одностороннього правочину із волевиявленням однієї особи (за винятком заповіту подружжя), внаслідок чого після її смерті у осіб, вказаних у заповіті, виникає чи зникає право на одержання спадщини [290, с. 509], зокрема акцій.

Підсумовуючи усе вищенаведене, зауважимо, що відчуження бездокументарних акцій з підстав їх спадкування має свої особливості, пов'язані з суб'єктами спадкових відносин, один з яких (спадкодавець) на час відкриття спадщини вже відсутній і не може бути суб'єктом зобов'язальних правовідносин, що виникають після прийняття спадщини спадкоємцем. Тому спадкоємець як уповноважена за бездокументарними акціями особа може реалізувати своє право на самозахист у випадку їх порушення, звернувшись із вимогою про виконання певних

корпоративних зобов'язань (майнових і немайнових) акціонерним товариством до його органу управління, або на підставі умов «акціонерного договору» у випадку, якщо спадкодавець брав участь у ньому, де ці питання були врегульовані умовами договору. Такі корпоративні зобов'язання виникли внаслідок придбання бездокументарних акцій спадкодавцем та перейшли спадкоємцю від спадкодавця внаслідок одностороннього правочину [116] або стосовно виконання корпоративних зобов'язань (майнових і немайнових) акціонерним товариством – внаслідок акціонерного чи корпоративного договору.

Самозахист прав дрібних володільців бездокументарних цінних паперів, набутих у наслідок їх спадкування, має свої особливості. Так, їх спадкоємці повинні користуватися депозитарними послугами через нотаріуса як уповноважену державою фізичну особу. Це, у свою чергу, означає, що у правовідносини щодо захисту майбутніх власників бездокументарних цінних паперів залучаються не тільки сторони правочину з бездокументарними цінними паперами, а й особи, які несуть відповідальність за недобросовісне чи неякісне виконання своїх обов'язків за законодавством, що є втручанням держави у механізм самозахисту порушених прав.

За таких умов самозахист не є «чистим» самозахистом порушених прав володільців бездокументарних цінних паперів, й у цьому разі має місце квазі-самозахист, що створює склад дій, які включають не тільки дії самого володільця цих фондових інструментів, а й дії фізичних (нотаріус) та юридичних (депозитарна установа) осіб, передбачених правовими нормами.

Наголосимо, що як в іноземній, так і у вітчизняній науковій літературі автори приділили увагу різним проблемам правового регулювання відносин, в яких об'єктом є боргові цінні папери.

Серед важливих питань, які досліджували правознавці, можна назвати захист прав володільців боргових цінних паперів від майнових ризиків і впровадження правових механізмів і засобів мінімізації майнових ризиків [311, с. 15, 17–18]. Зокрема, науковці запропонували механізм відновлення і захисту майнових прав, засвідчених цінними паперами для різних форм і видів цінних паперів, беручи до уваги особливості їх правового режиму.

На наш погляд, з наукової точки зору викликає інтерес те, що способи захисту порушених прав і законних інтересів суб'єктів цивільних правовідносин передбачені положеннями ч. 2 ст. 16 ЦК України пристосував В. Л. Яроцький до правовідносин, які виникають між емітентом цінного папера та його власником. Вчений обґрунтував, що превентивним способом захисту порушених суб'єктивних цивільних прав власників цінних паперів і виконання зобов'язань емітентом по цінних паперах шляхом адресування судом емітенту цінного папера на пред'явника заборони здійснювати виконання по документу до винесення рішення по судовому спору. Крім того, ним доведена унікальність цього забезпечувального засобу, який гарантує високий ступень захисту прав, засвідчених цінними паперами, і запропоновано закріпити цей правовий засіб на законодавчому рівні, передбачивши можливість на підставі судового рішення призупиняти здійснення цивільних прав і виконання зобов'язань (до моменту остаточного вирішення судового спору) і стосовно інших видових конструкцій (а не тільки для документарних цінних паперів на пред'явника та векселів) [306, с. 381–396].

Наведені дослідження стосуються судової форми захисту порушеного права власності володільців цінних паперів, яка у цивілістиці розглядається як юрисдикційна форма захисту порушених суб'єктивних цивільних прав. Проте існують ще й інші форми захисту цивільних прав – досудові. Науковцями, правниками й фахівцями у сфері фондового ринку для захисту прав власників цінних паперів, зокрема, боргових цінних паперів – облігацій, розглядалися й інші правові засоби і механізми у випадку їх порушення з різних підстав. Такими механізмами називалися: сек'юритизація, забезпечений факторинг, закладна, лізинг, облігації із забезпеченням [29, с. 8], встановлення спеціального правового режиму захисту прав непрофесійного учасника ринку цінних паперів – роздрібного інвестора [315], застава майнових прав [33], інститути загальних зборів власників облігацій і представника власників облігацій [252], подвійний лістинг [131], застава цінних паперів [41] й застава рахунків у цінних паперах [40], договори репо [251].

Розглянемо більш привабливий й ефективний правовий засіб самозахисту прав інвесторів у бездокументарні облігації, яким може визнаватися випуск і обіг

облігацій із забезпеченням, або забезпечених облігацій [276, с. 49], [150, с. 19]. Так, О. Федоришин пропонував визнати облігації із забезпеченням превентивним засобом захисту прав власників облігацій при невиконанні зобов'язань емітентом.

Власники будь-якого цінного папера несуть ризики щодо повернення коштів, інвестованих у цінні папери. Однак можливість зменшення ступеня ризиковості, а також наявність правових засобів ефективного захисту інвесторів від таких ризиків відрізняє облігації від інших цінних паперів.

На думка професора Міжнародного інституту менеджменту в місті Києві, доктора економічних наук М. А. Гольцберга, «обережний інвестор, який бажає максимально зменшити будь-який ризик, може зупинити свій вибір на облігаціях, які випускаються державними (місцевими) органами і окремими підприємствами. При цьому найбезпечнішими є вкладення, зроблені в облігації державних і місцевих позик, які гарантуються владою і забезпечуються відповідним майном». До того ж науковець зазначав: «Як свідчить світовий досвід, корпорації, що випускають облігації, або державні (місцеві) органи зазвичай вказують певні умови їх погашення, ліквідності, ступеня безпеки та ін., щоб зробити ці облігації привабливішими для майбутніх інвесторів» [57, с. 26-27]. Такої ж думки дотримуються фахівці з питань фондового ринку, підкреслюючи, що незважаючи на всі відмінності, державні облігації мають одну загальну рису, яка відрізняє їх від інших цінних паперів: вони вважаються найбільш захищеними об'єктами інвестицій [195, с. 57].

Як підкреслював Г. В. Полковніков, захищеність власників облігацій компаній від ризиків є перевагою перед власниками акцій компаній [169, с. 135–136].

За ступенем надійності облігації поділяють на облігації з *низьким ступенем ризику* й облігації з *високим ступенем ризику* (макулатурні облігації). Щоправда, у літературі можна віднайти класифікацію облігацій з використанням іншого критерію і з дещо зміненою термінологією. Так, за критерієм ступеня захисту вкладів інвесторів облігації поділяють на облігації, достойні інвестицій, і макулатурні облігації, що носять спекулятивний характер. Для виокремлення облігації з низьким ступенем ризику міжнародні рейтингові агентства, зокрема, такі як «Fitch Ratings і «Moody's, встановлюють їх рейтинг, що може коливатися від

рівня «AAA» до рівня «BBB». Що ж стосується макулатурних облігацій, то їм притаманний рейтинг, не вищий рівня «BB», що автоматично виключає їх з облігацій так званого інвестиційного класу» [31, с. 125].

Звісно, за сучасної тенденція транскордонного співробітництва з фондовими ринками країн Європейського Союзу необхідно гармонізувати норми Європейського Союзу і національного законодавства передусім при визначенні самого поняття «забезпечені облігації» як одного з видів боргових цінних паперів. Слід також привести у відповідність до європейських стандартів їх використання як правового засобу захисту від майнових ризиків прав їх власників за рахунок зобов'язаних по них емітентів (при вчиненні правочинів з ними на первинного ринку цінних паперів) та інших зобов'язаних по них суб'єктів цивільних правовідносин (при вчиненні правочинів на вторинному ринку цінних паперів). На виконання цього завдання була прийнята Директива 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради Європи про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання) № 2006/48/ЄС від 14.06.2006 р. [65]. У цьому документі наведене визначення поняття «забезпечені облігації» – це такі облігації, які визначені у ч. 4 ст. 22 Директиви 85/611/ЄЕС, або облігації, забезпечені будь-яким з придатних активів.

Ні загальне, ні спеціальне законодавство України (закони України щодо цінних паперів) не передбачає трактування такого виду облігацій, як забезпечені облігації. Визначення поняття «забезпечені облігації» наводиться в чинних рішеннях Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України [177], [178]: *«Облігації можуть вважатися забезпеченими, якщо емітентом укладаються відповідні договори поруки чи страхування ризиків непогашення основної суми боргу та/або невиплати доходу за облігаціями або якщо емітенту видається гарантія щодо погашення основної суми боргу та/або виплати доходу за облігаціями. Облігації вважаються забезпеченими порукою, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій і проспекті їх емісії та уклав відповідний договір поруки з поручителем щодо забезпечення виконання зобов'язання щодо погашення основної суми боргу та/або виплати доходу за облігаціями. Облігації вважаються*

забезпеченими гарантією, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій та проспекті їх емісії та гарант (банк, інша фінансова установа) гарантує перед власниками облігацій виконання емітентом зобов'язання щодо погашення основної суми боргу та/або виплати доходу за облігаціями. *Облігації вважаються забезпеченими страховкою*, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій та проспекті їх емісії та уклав зі страховиком відповідний договір страхування ризиків непогашення основної суми боргу та/або невиконання доходу за облігаціями».

Аналізуючи праці засновників науки про цінні папери Н. О. Нерсесова [149], Б. І. Альохіна [7], М. А. Гольцберга [57] та інших, зазначимо, що необхідно здійснити класифікацію облігацій на групи за різними критеріями. За критерієм їх надійності й забезпеченості виокремлюють: а) облігації-пріоритети, або пріоритет-облігації акціонерних компаній, що забезпечуються майном цих компаній [149, с. 220], б) державні облігації, що забезпечуються загальною платоспроможністю емітента [7, с. 157]. *Виходячи із ступеня безпеки* облігації можуть бути: а) гарантовані (безпечні) облігації (secured bonds), упевненість в погашенні яких у встановлений строк ґрунтується на оголошеній заставі нерухомого майна або інших фондів, і б) незабезпечені облігації (unsecured bonds), які не підкріплені відповідною заставою [57, с. 26–27].

Облігації залежно від їх забезпеченості певними активами поділяються на такі види: а) *боргові облігації* (debenture bond) – це облігації, гарантія яких базується тільки на репутації корпорації і не забезпечена ніякою заставою майна або інших цінностей [57, с. 85]; б) *облігації повністю забезпечені заставою* (general mortgage bond) – це облігації, надійність яких підкріплюється повною заставою майна корпорації, хоча така застава може бути і не єдиною; в) *генеральні облігації* (general obligation bond) – державні облігаційні позики, які забезпечуються податковою та іншою потужністю держави [7, с. 88]; г) *«сміттєві» облігації* (junk bond) – облігації з високим ступенем ризику, випускаються корпораціями, у яких дуже низький фінансовий рейтинг [57, с. 90].

Отже, еволюція критеріїв надійності, безпечності, забезпеченості вимагали від науковців визначення такого поняття, як «забезпечення боргових цінних паперів» (зокрема, облігацій). Так, В. С. Балабанов розглядав забезпечення (або заставу) як активи, які віддаються в заставу під позику. Якщо позичальник не виконує умов позики, забезпечення (застава) може бути продане для покриття боргу. Залежно від забезпеченості певним активом забезпечені облігації поділяються на: 1) облігації з заставою майна, 2) облігації з заставою обладнання, 3) облігації з заставою фондових паперів, 4) облігації зі спеціальним забезпеченням, 5) облігації з товарним забезпеченням, 6) облігації з фондом погашення. У той же час, на думку науковця, *незабезпечені позикові цінні папери (unsecured loan stock)* – це цінні папери, які не мають спеціальних гарантій у вигляді закладених активів компанії-позичальника. Якщо компанія не може виплатити відсотків або повернути борг на дату погашення, то утримувачі цінних паперів мають право звернутися до суду з метою ліквідації компанії. Вони отримуватимуть платіж після погашення кредитів, наданих під забезпечення, у міру появи доходів від продажу закладених активів [12, с. 38].

Розглянемо детальніше кожен вказаний науковцем вид. *Облігація із заставою майна (mortgage bond or lien bond)* – це облігація, яка забезпечується нерухомістю компанії або корпорації. *Облігація із заставою устаткування (equipment bond or note)* – це облігація, яка забезпечується устаткуванням компанії (корпорації) або її транспортними засобами. *Облігація із заставою фондових паперів (collateral trust bonds)* – це облігація, яка забезпечується такими, що знаходяться у власності компанії-емітента, цінними паперами будь-якої іншої компанії (але не компанії-емітента), як правило, її філіалу або дочірньої компанії. *Облігація із спеціальним забезпеченням (secured bond)* – це облігація, що гарантується заставою активів, зокрема нерухомістю. *Облігація із товарним забезпеченням (commodity-basket bond)* – це боргове зобов'язання, за яким виплата відсотка або погашення принципала пов'язана з ціною на певний товар (срібло, золото, нафта). Хоча ці облігації мають низьку процентну ставку у момент випуску, проте вони дають своїм власникам певну страховку на випадок інфляції, оскільки при інфляції ціни на товари

підвищуються. *Облігація з фондом погашення (sinking fund bond)* – це облігація, під випуск якої емітент зобов'язаний створити фонд погашення [12, с. 40–42].

Деякі вчені [278, с. 49], [150, с. 19] пропонують визначати облігацій із забезпеченням як облігації, виконання зобов'язань по яких забезпечується заставою, порукою, банківською гарантією, державною або муніципальною гарантією (ч. 1 ст. 27.2 Закону РФ «Про ринок цінних паперів» від 22.04.1996 р. № 39-ФЗ [156]), тобто активами для облігаційного забезпечення визначено: заставу, поруку, банківську гарантію, державну або муніципальну гарантію.

Директивою 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради Європи про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання) від 14.06.2006 р. [65] (п. 68 ст. 12 додатка VI) вказано придатні активи для облігаційного забезпечення, до них віднесені такі, що: 1) забезпечені центральними урядами, центральними банками, установами державного сектору, регіональними урядами або місцевими органами влади на території ЄС; 2) забезпечені центральними урядами, центральними банками, які не належать до ЄС, багатосторонніми банками розвитку, міжнародними організаціями, які кваліфікуються першим ступенем 1 кредитної якості, а також ризикові уражуваності з боку установ, або забезпечені установами державного сектору, регіональними урядами та місцевими органами влади, які не належать до ЄС, що зважуються за ризиком як ризикові уражуваності з боку установ або центральних урядів та центральних банків; 3) забезпечені житловою нерухомістю або акціями фінських компаній з житлового будівництва до меншої основної суми прав утримання, які складаються з будь-яких попередніх прав утримання та 80% від вартості заставленого майна, або *забезпечені старшими паями французьких закритих інвестиційних фондів "French Fonds Communs de Creances"*, або еквівалентними установами з сек'юритизації, що регулюються законами держав-членів і *сек'юритизують ризикові уражуваності житлової нерухомості*; 4) забезпечені суднами.

Вбачається за доцільне навести визначення деяких із зазначених вище понять, які є поки що тільки в теорії і пропонуються фахівцями з питань фондового ринку й науковцями, але не передбачені чинним національним законодавством. "*Старший*"

цінний папір (senior security) – цінний папір, що займає в даній структурі капіталу "провідне місце" стосовно інших цінних паперів. При банкрутстві утримувач такого цінного папера має першочергове право на повернення вкладених ним коштів, тобто до розподілу коштів між акціонерами. *Старшинство цінних паперів (seniority)* – це пріоритет цінних паперів при розподілі доходу (відсотка або дивіденду). Наприклад, для одного і того ж емітента облігації мають старшинство щодо привілейованих акцій, а ті, у свою чергу, мають старшинство над звичайними акціями [12, с. 68]. Поняття «сек'юритизація» в науковій економічній літературі визначається «як залучення додаткових фінансових ресурсів за рахунок використання специфічної системи відносин між різними зацікавленими особами, а також сукупності ряду нетрадиційних правових рішень. Іншими словами, сек'юритизація є технологічним, організаційним рішенням (бізнес-процесом), що ґрунтується на праві. «Родзинкою» даної конструкції є використання як забезпечення відносно мало ліквідного активу – прав вимоги. У результаті банк чи інша особа, видавши кредит (у широкому сенсі цього слова), залучає засоби для його рефінансування (повернення), по суті, з самого кредиту - що виникло по ньому право вимоги [29, с. 8].

Примітно, що чинним вітчизняним законодавством частково було враховано використання деяких з активів для забезпечення облігацій. Так, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», прийнятий 23.02.2006 р. № 3480-IV [223] визначив іпотечні облігації як іпотечні цінні папери та визнав їх борговими цінними паперами. Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій» [289] від 02.06.2011 р. № 2461-VII було доповнено Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» новою ст. 8¹, яка встановлює правовий режим цільових облігацій підприємств, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва, і підстави їх використання.

Доцільності таких правових норм у сучасному вітчизняному законодавстві можна підтримати або піддати критиці з огляду на те, що в науковій літературі висловлювалися різні точки зору з цього приводу.

Так, зарубіжні науковці свого часу зауважували, що акціонерні товариства випускають облігаційні позики, забезпеченням яких служить майно компанії. «Однак з позиції закону не можна визнати за подібними облігаціонерами заставне право на майно компанії, тому що для встановлення застави потрібне здійснення відомих формальностей; там, де існує іпотечний порядок, відомості про здійснення застави необхідно вносити до іпотечних книг. Тому у разі неспроможності акціонерних компаній облігаціонери не можуть мати особливої переваги перед іншими кредиторами компаній, а тим більше перед кредиторами, що забезпечили своє право вимоги заставою або заставою, здійсненою з дотриманням необхідних формальностей і умов відповідно до закону» [149, с. 220].

Протилежну думку висловлювали вітчизняні науковці: «Облігації можуть бути забезпеченими, але не нерухомістю. Дозволеними видами забезпечення цільових облігацій є порука, гарантія і страхування. Усталена практика свідчить, що договори, на підставі яких виникає забезпечення, зазвичай припиняються до настання строку погашення цільових облігацій» [71, с. 55].

Така різноманітність позицій науковців цілком зрозуміла. Сучасне законодавство, що регулює емісію й обіг іпотечних цінних паперів у країнах Європи та СНД, сформувалося лише наприкінці ХХ — початку ХХІ ст. Для країн Європи характерний випуск забезпечених, або покритих, облігацій (COVERED BONDS), які включають: 1) іпотечні облігації; 2) звичайні іпотечні облігації; 3) джамбо-облігації (jumbo bonds); 4) облігації, забезпеченням яких є кредити, надані органам державної влади; 5) облігації, забезпеченням яких є річкові й морські судна; 6) облігації, забезпеченням яких є інші активи» [37, с. 71–73].

Вивчивши законодавство деяких країн і думки науковців, пропонується на законодавчому рівні закріпити визначення «облігації із забезпеченням» як окремого виду цінних паперів, передбачити їх випуск у бездокументарній формі та їх обслуговування в депозитарній системі України: *«Облігаціями із забезпеченням визнаються облігації, у проспекті емісії яких вказано про це та і міститься інформація про реєстрацію укладеного між емітентом такої облігації та її*

*власником контракту (договору) на облігацію [12, с. 31] *□, де вказані умови емісії: відсоткова ставка і дата її виплати (для відсоткових облігацій), строк і умови погашення, умови викупу облігацій (для облігацій юридичних осіб у випадку їх дострокового погашення) із зазначенням активу, що є забезпеченням облігації, або вимоги до фонду погашення, створеного емітентом для забезпечення облігацій. У реєстрі власників цінних паперів зазначається вид активу, який є забезпеченням облігацій».*

На розгляді у Верховній Раді України знаходиться законопроект від 27.11.2014 р. № 0956 [202] «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів», яким передбачається удосконалення фінансових інструментів на вітчизняному фондовому ринку завдяки введенню корпоративних облігацій (інфраструктурних та біржових) і впровадження деяких правових механізмів захисту власників облігацій, зокрема: інституту загальних зборів власників корпоративних облігацій і використання забезпечених корпоративних облігацій. У вказаному законопроекті також частково враховані й інші наукові напрацювання, запропоновані в цьому напрямку [31, с. 126], [293, с. 15].

Прийняття таких змін є своєчасним і необхідним кроком для заповнення прогалин у національному законодавстві в питанні правових засобів і механізмів захисту інвесторів в облігації і зменшення ризиків при здійсненні правочинів із ними. Це дозволить залучити на ринок цінних паперів не тільки професійних учасників, а й «роздрібних» інвесторів, що сприятиме розвитку економіки сучасної української держави [117].

Отже, засоби самозахисту права власності, з урахуванням оперативності цих дій та отриманого результату, зазвичай є більш ефективними порівняно з юрисдикційними засобами захисту прав власника. Крім цього, широке застосування власниками самозахисту може певним чином знизити навантаження на суди у вирішенні питань відновлення порушених прав власності або усунення реальної загрози таких порушень.

* Контракт на облігацію (*indenture*) - контракт між емітентом облігації і його позикодавцем, де обумовлені умови емісії. Умови контракту зазвичай визначають процентні ставки і дати їх виплати, термін погашення, застава, вимоги до фонду погашення, умови викупу і т.п.»

Окремим способом самозахисту права власності може бути комплекс дій, які вчиняється суб'єктом захисту в конкретній ситуації щодо особи, яка порушила його право власності чи створила реальну загрозу його порушення [160, с. 5].

Враховуючи, що законодавцем була застосована подвійна правова фікція у вигляді визнання права власності на цінні папери як абсолютного права, що, у свою чергу, поширюється й на бездокументарні цінні папери, то стосовно форм і засобів захисту дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери, які за своєю правовою природою є певними правами, можна вказати наступне: 1) існують юрисдикційні й неюрисдикційні форми їх захисту; 2) серед юрисдикційних форм захисту передбачені судова й досудові способи захисту; 3) серед неюрисдикційних форм захисту, якою є самозахист, розрізняються такі засоби, залежно від видів правочинів (операцій) з ними, як: а) самозахист спадкових прав на бездокументарні цінні папери (акції), набутих внаслідок правонаступництва як одностороннього правочину; б) самозахист прав на бездокументарні цінні папери (облігації), набутих внаслідок двосторонніх правочинів (договорів).

Висновки до розділу 3

Розглядаючи захист прав володільців бездокументарних цінних паперів та досліджуючи попередні напрацювання цивілістів і науковців, зроблено наступні висновки.

1. Серед юрисдикційних форм захисту прав дрібних володільців бездокументарних цінних паперів пропонується виокремити:

- віндикаційний позов і відшкодування збитків стосовно іменних бездокументарних цінних паперів, що є поєднанням речово-правового й зобов'язально-правового способів захисту;

- кондиційний позов, що визначається як зобов'язально-правовий спосіб захисту до будь-якого набувача за неправомірне володіння бездокументарними цінними паперами.

У зв'язку з цим запропоновано доповнити ст. 1192 ЦК України нормою: «Особа, яка завдала шкоди власнику емісійних цінних паперів, незаконно

заволодівши ними, зобов'язана, незалежно від її вини, відшкодувати їх в натурі і завдані збитки у повному обсязі».

Доведено необхідність доповнити ст. 1214 ЦК України наступною нормою: «Набувач, який неправомірно володіє емісійними цінними паперами, зобов'язаний відшкодувати на користь їх законного володільця всі доходи, які він одержав з часу вчинення трансферту з ними».

2. З огляду на те, що бездокументарні акції і бездокументарні облігації можуть розміщуватися шляхом IPO, то позови щодо захисту прав дрібних володільців цих фондових інструментів можуть бути непоодинокі й певною мірою носити масовий характер, тому варто запровадити такий механізм юрисдикційного захисту, який дозволить упорядкувати й полегшити процесуальне провадження, а саме групові (колективні) позови володільців бездокументарних цінних паперів.

Із цією метою пропонується доповнити чинний Цивільний процесуальний кодекс України нормами, які передбачають можливість пред'явлення групових (колективних) позовів дрібних інвесторів у бездокументарні цінні папери про захист порушених прав, які ними посвідчені, якщо їх кількість буде перевищувати п'ять позовів одночасно з однієї ж підстави та їх об'єднання не буде суперечити вимогам спільних позивачів.

3. Разом з двома державними органами, на які покладено захист прав володільців фінансових інструментів, тобто Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України і Національною комісією, яка здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, варто запровадити такий юрисдикційний спосіб захисту, як інститут омбудсмена у сфері фінансових послуг на ринку цінних паперів для вирішення досудових спорів між інвесторами у бездокументарні цінні папери та їх емітентами .

4. У зв'язку з тим, що ЦК України передбачає захист порушених прав нотаріусом як юрисдикційний спосіб захисту, він теж може застосовуватися для захисту: 1) суб'єктивних прав продавця і покупця бездокументарних цінних паперів шляхом здійснення виконавчого напису нотаріусом у випадку помилкового розпорядження зберігачу (або уповноваженій особі депозитарної установи) вчинити

переведення бездокументарних цінних паперів з рахунку у цінних паперах;
2) корпоративних прав спадкоємців бездокументарних цінних паперів (акцій) до їх вступу у права власності щодо особистого (немайнового) права на управління акціями як часткою статутного капіталу акціонерного товариства у випадку такої необхідності шляхом видачі нотаріусом тимчасового свідоцтва на права розпорядження акціями до спливу шестимісячного строку після відкриття спадщини для спадкоємців.

Наголошено, що для захисту суб'єктивних прав продавця й покупця бездокументарних цінних паперів необхідно доповнити Перелік, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 29.06.1999 р. № 1172 [161], наступною позицією: «14. У випадку помилкового розпорядження зберігачу (уповноваженій особі депозитарної установи) продавцем про переведення бездокументарних цінних паперів з рахунку у цінних паперів, дозволити за виконавчим написом нотаріуса здійснення повернення помилково переведених фінансових активів, якщо буде встановлено факт не вчинення договору про відчуження бездокументарних цінних паперів у встановленому законом порядку, та відшкодування продавцем збитки, завданих покупцеві внаслідок такого повернення активів».

Стосовно захисту корпоративних прав спадкоємців бездокументарних цінних паперів (акцій) до їх вступу у права власності, доцільно внести зміни до ЦК України, якими передбачити порядок видачі тимчасового свідоцтва на право розпорядження цінними паперами (акціями), у тому числі бездокументарними, спадкоємцям до їх вступу у права власності на них для надання можливості залучати протягом шестимісячного строку, у разі необхідності, до управління цінними паперами управителів як механізм здійснення захисту прав спадкоємців, що є дрібними інвесторами в бездокументарні цінних паперів.

Оскільки цінні папери є особливим об'єктом цивільного обороту, то для емісійних цінних паперів, якими визнаються бездокументарні акції та облігації, крім того, пропонується доповнити ст. 1285 нормою: «За бажанням спадкоємця після отримання тимчасового свідоцтва про право власності на бездокументарні цінні папери він може укласти договір управління цінними паперами (акціями) з

довіреною особою у випадках, що стосуються використання корпоративних майнових (отримання дивідендів) і немайнових (особистих) прав акціонерів й у разі закінчення строку обігу облігацій або дострокового їх погашення».

5. Встановлено, що ще одним із способів юрисдикційного захисту володільців бездокументарних цінних паперів є механізм визнання емісії бездокументарних цінних паперів недобросовісною, що є підставою визнання емісії недійсною.

Юридичною формою визнання емісії бездокументарних цінних паперів недійсною з підстав недобросовісності буде скасування юридичного (фактичного) складу, яким визнається така емісія, що включає: 1) вчиненням попередніх короткострокових (тимчасових односторонніх) правочинів із депозитарною установою; 2) узгодженням й оформленням Умов випуску з визначенням зобов'язань емітента – юридичної особи, яка буде зобов'язана необмеженому колу осіб – власникам емісійних цінних паперів; 3) такі Умови випуску за юридичною природою є одностороннім публічним правочином.

Крім того, розглядаючи емісію бездокументарних цінних паперів як: а) емісійні правовідносини; б) юридичний (фактичний) склад; в) односторонньо-уповноважуючий правочин, тому правовими механізмами визнання емісії бездокументарних цінних паперів недійсною на підставі її недобросовісності необхідно вважати як: 1) розірвання (припинення) в односторонньому порядку емісійних правовідносин; 2) виникнення правоприпиняючого юридичного (фактичного) складу; 3) визнання односторонньо-уповноважуючого правочину недійсним з підстав, передбачених ч. 5 ст. 203 ЦК України (правочин має бути спрямований на реальне настання правових наслідків, обумовлених ним).

Правові засоби захисту прав дрібних інвесторів при недобросовісній емісії бездокументарних цінних паперів, враховуючи їх правову природу і зміст прав, посвідчених ними, можуть поділяються на:

І) способи захисту, що визначаються нормами публічного права, а саме, прийнятими державою і владними уповноваженими органами управління (законодавчими – ч. 6 ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»

і підзаконними нормативними актами – розділ V Порядку визнання емісію цінних паперів недобросовісною та недійсною);

II) способи захисту, що визначаються в актах приватного права (установчих документах юридичних осіб - емітентів приватного права, договорах), які можуть бути закріплені: а) для корпоративних пайових цінних паперів (акцій) як складної сукупності корпоративних прав, до яких входять майнові права (права на дивіденди), і немайнові права (особисті організаційні-розпорядчі), – у статутах акціонерних товариств, акціонерних угодах, корпоративних правочинах; б) для корпоративних боргових цінних паперів (облігацій підприємств) як прав вимоги – в установчих документах емітента та попередніх публічних договорах, укладених з кожним дрібним інвестором.

Запропоновано доповнити главу 48 ЦК України статтею, яка передбачає порядок виконання зобов'язань емітента перед дрібними інвесторами в цінні папери, що виникають з корпоративних прав по бездокументарних акціях і прав вимоги по бездокументарних облігаціях у зв'язку з визнанням емісії цінних паперів недобросовісною.

Враховуючи те, що бездокументарним цінним паперам властива ознака емісійності, крім загальних норм, які закріплюють способи захисту прав інвесторів у зв'язку з визнанням емісії цінних паперів недобросовісною (ч. 6 ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і розділ V Порядку визнання емісію цінних паперів недобросовісною та недійсною), варто передбачити й спеціальні норми, дотримання яких буде обов'язковим при емісії бездокументарних цінних паперів. Для цього ч. 6 ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» доповнити положенням про обов'язковість внесення як істотної умови проспекту емісії та Умов випуску цих фондових інструментів підстав для визнання їх емісії недобросовісною.

Крім того, доведено необхідність у розділі VI Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» доповнити статтею, яка дозволяє створювати об'єднання і саморегульвні організації дрібних власників у бездокументарні цінні папери, а також інститути загальних зборів власників облігацій та представників власників облігацій.

6. Самозахист володільців на бездокументарні цінні папери пропонується поділити залежно від видів правочинів (операцій) з ними: а) самозахист спадкових прав на бездокументарні цінні папери, набутих внаслідок правонаступництва як одностороннього правочину; б) самозахист прав на бездокументарні цінні папери, набутих внаслідок укладання двосторонніх правочинів (акціонерних чи корпоративних договорів).

Самозахист прав дрібних володільців бездокументарних цінних паперів внаслідок їх спадкування має свої особливості, які полягають у тому, що їх спадкоємці повинні користуватися депозитарними послугами через нотаріуса як уповноважену державою фізичну особу. Це, у свою чергу, означає, що у правовідносини щодо захисту майбутніх власників бездокументарних цінних паперів залучаються не тільки сторони правочину з бездокументарними цінними паперами, а й особи, які несуть відповідальність за недобросовісне чи неякісне виконання своїх обов'язків за законодавством, що є втручанням держави в механізм самозахисту порушених прав. Такий самозахист не можна розглядати «чистим» самозахистом порушених прав володільців бездокументарних цінних паперів, у цьому випадку має місце квазісамозахист, що створює склад дій, які включають не тільки дії самого володільця цих фондових інструментів, а й дії фізичних (нотаріус) та юридичних (депозитарна установа) осіб, передбачених правовими нормами.

7. Для самозахисту прав інвесторів бездокументарних облігацій пропонується на законодавчому рівні передбачити як різновид облігації із забезпеченням, що може слугувати засобом самозахисту прав дрібних інвесторів у бездокументарні облігації із забезпеченням, як окремого виду цінних паперів, їх випуск у бездокументарній формі та їх обслуговування в депозитарній системі України: *«Облігаціями із забезпеченням визнаються облігації, у проспекті емісії яких вказано про це та міститься інформація про реєстрацію укладеного між емітентом такої облігації і її власником контракту (договору) на облігацію, де вказані умови емісії: відсоткова ставка і дата її виплати (для відсоткових облігацій), строк і умови погашення, умови викупу облігацій (для облігацій юридичних осіб у випадку їх дострокового погашення) із зазначенням активу, що є забезпеченням облігації, або вимоги до фонду погашення, створеного емітентом*

для забезпечення облігацій. У реєстрі власників цінних паперів зазначається вид активу, який є забезпеченням облігацій» [121].

Для всіх видів бездокументарних цінних паперів (акцій, облігацій) як засіб захисту їх володільців – дрібних інвесторів пропонується впровадити новаційні норми правового регулювання в системі захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг, що відповідає напрямам, передбаченим у Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року, затвердженій постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 р. № 391 [95].

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення й вирішено наукове завдання, що полягає у розгляді цивільно-правових механізмів забезпечення обігу бездокументарних цінних паперів і засобів охорони прав їх володільців та внесено пропозиції щодо удосконалення вітчизняного законодавства у цій сфері.

На підставі теоретичних положень у дисертації зроблено наступні основні висновки.

1. Доведено, що виникнення й розвиток відносин у сфері обігу бездокументарних цінних паперів визначили етапи становлення депозитарної системи України. Спираючись на досвід розвинених країн світу окреслено основні проблемні питання, які пов'язані з механізмами: а) створення Центрального депозитарію; б) формування системи депозитаріїв. Визначено перспективні напрямки удосконалення Національної депозитарної системи: а) організаційно-правової форми Центрального депозитарію; б) запровадження депозитаріїв нових видів, таких як Міжнародний Центральний депозитарій та клієнтські депозитарії.

2. З урахуванням особливостей виникнення й розвитку механізмів обігу бездокументарних цінних паперів у різних правових сім'ях (системах) систематизовано точки зору наукової спільноти щодо сутності цих фондових інструментів та встановлено, що їх правова природа розглядалася вченими як: 1) окрема юридична конструкція, що слугує: а) засобом фіксації майнових прав, б) засобом фіксації правової інформації; 2) безготівкові цінні папери; 3) правові абстракції; 4) інструмент розрахунково-касових операцій. Враховуючи цивілістичну доктрину про бездокументарні цінні папери запропоновано авторське визначення поняття «бездокументарний цінний папір» – це електронний документ, що має встановлені законодавством обов'язкові реквізити, яким посвідчуються права (майнові й немайнові) їх володільця, що визначаються в проспекті емісії, а також надає право управоможеній особі на їх відчуження шляхом трансферту через депозитарну установу, що засвідчується електронним підписом цієї установи, після нотаріального посвідчення розпорядчого документа управоможеною особою.

3. Розглянуто ознаки бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігоздатність на міжнародному й національному фондових ринках. Виокремлено їх основні родові (загальні) ознаки: 1) презентація у вигляді інформації в електронному запису на рахунку; 2) легітимація уповноваженої особи; 3) посвідчення певних суб'єктивних прав: а) для бездокументарних акцій – корпоративних прав їх володільців; б) для бездокументарних облігацій – зобов'язальних (боргових) прав вимоги; 4) літеральність – структура даних про бездокументарні цінні папери в системі депозитарного обліку цінних паперів; 5) оборотоздатність прав, засвідчених цінним папером; 6) публічна достовірність; 7) абстрактність; 8) автономність; 9) формалізм; 10) нормативна визначеність видів і груп цінних паперів; 11) відображення способу фіксації прав, посвідчених цінним папером у вигляді електронного запису на рахунку у цінних паперах; 12) гарантія належного здійснення прав і обов'язків, що впливають з умов їх випуску. Запропоновано також перелік спеціальних ознак бездокументарних цінних паперів, що визначають їх обігоздатність: а) емісійність; б) конвертаційна здатність; в) опосередковане володіння тощо.

4. У ході дослідження розвитку міжнародного фондового ринку на сучасному етапі, встановлено, що для здійснення обігу бездокументарних цінних паперів на національному фондовому ринку існують певні обмеження. У зв'язку з цим можна вести мову про обмежену обігоздатність бездокументарних цінних паперів. Враховуючи наявні обмеження обігу бездокументарних цінних паперів і з метою спрощення механізму їх розміщення як на національному, так міжнародному фондовому ринку запропоновано впровадити правовий механізм первинного публічного розміщення (ОПІ) акцій й облігацій. Наведено авторське поняття IPO (первинне публічне розміщення) бездокументарних цінних паперів – це сукупність односторонніх правочинів, які вчиняються емітентом із метою здійснення публічної пропозиції достатній кількості інвесторів для укладання в майбутньому договорів щодо відчуження цих фінансових інструментів на первинному (вторинному) фондовому ринку (національному чи іноземному).

5. Проаналізувавши чинні нормативні положення ст. 16, 17, 18 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»), встановлено, що більшість правочинів у сфері надання фінансових послуг є договорами про надання послуг щодо бездокументарних цінних паперів. Проведено класифікацію договорів про надання фінансових послуг щодо бездокументарних цінних паперів: а) договори, що стосуються розміщення бездокументарних цінних паперів на первинному та вторинному ринках (договори андеррайтингу, посередницькі договори; біржові правочини); б) договори, що стосуються виконання розрахункових операцій (банківські операції: розрахунково-касові, у тому числі клірингові, кореспондентські, репо); в) договори, що стосуються організаційно-розпорядчих актів допоміжного характеру на виконання вказівок управоможеної по бездокументарних цінних паперах особи-правоволодільця в системі депозитарного обліку.

6. За результатами дослідження депозитарних розписок у механізмі обігу бездокументарних акцій наведено їх авторське визначення як похідних цінних паперів, обіг яких забезпечує перехід прав на них основних цінних паперів, зокрема, емісійних (акції та облігації). Встановлено, що для виходу емітентів вітчизняних бездокументарних акцій на міжнародний фінансовий ринок варто більш широко застосовувати: 1) європейські депозитарні розписки, що дозволить їм стати обігоздатними на фондовому ринку країн ЄС; 2) американські боргові розписки, використання яких в перспективі дасть змогу вийти на ринок США.

7. При розгляді механізму обігу бездокументарних облігацій наведено авторське визначення поняття «облігація» – бездокументарний борговий цінний папір, що визначає відносини позики між емітентом і його володільцем і засвідчує майнове (зобов'язальне) право вимоги його володільця, зафіксоване у рішенні про випуск цінних паперів і проспекті емісії цінних паперів (для державних облігацій України – в умовах їх розміщення), повернути володільцю облігації її номінальну вартість із визначеними відсотками у встановлений строк. Запропоновано систему правочинів щодо бездокументарних облігацій в механізмі здійснення їх обігу.

8. Досліджено особливості захисту прав володільців бездокументарних цінних паперів та їх місце серед юрисдикційних форм захисту. З огляду на те, що

бездокументарні акції і бездокументарні облігації можуть розміщуватися шляхом IPO, позови щодо захисту прав дрібних володільців цих фондових інструментів можуть бути непоодинокі й певною мірою носити масовий характер. У зв'язку з цим пропонується запровадити такий механізм юрисдикційного захисту, який дасть змогу упорядкувати й полегшити процесуальне провадження, а саме групові (колективні) позови володільців бездокументарних цінних паперів.

9. Визначено, що захист прав нотаріусом як юрисдикційний спосіб захисту прав дрібних володільців бездокументарних цінних паперів може використовуватися для захисту: 1) суб'єктивних прав продавця і покупця бездокументарних цінних паперів шляхом здійснення виконавчого напису нотаріусом у випадку надання помилкового розпорядження продавцем зберігачу (або уповноваженій особі депозитарної установи) вчинити переведення бездокументарних цінних паперів з рахунку у цінних паперах; 2) корпоративних прав спадкоємців бездокументарних цінних паперів (акцій) до їх вступу у права власності щодо особистого (немайнового) права на управління акціями як часткою статутного капіталу акціонерного товариства у випадку такої необхідності шляхом видачі нотаріусом тимчасового свідоцтва на права розпорядження акціями до спливу шестимісячного строку після відкриття спадщини для спадкоємців.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Sampaio Murilo. The Importance of innovation in the performance of ipo processes that occurred in Brazil during the last decade. *Future Studies Research Journal*. 2011. Vol. 3, № 2. Pp. 117–140.
2. Абрамов А. Проблемы конкурентоспособности российского фондового рынка. *Вопросы экономики*. 2005. № 12. С. 32–50.
3. Абрамова Е. Правовая природа облигации. *Хозяйство и право*. 2009. № 7. С. 95–102.
4. Агапеева Е. В. Ценные бумаги как объекты гражданского оборота по законодательству России и США (сравнительно-правовой аспект) : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Моск. акад. экономики и права. Москва, 2006. 176 с.
5. Агарков М. М. Учение о ценных бумагах. М. : Финансовое изд-во НКФ СССР, 1927. 167 с. URL: <http://ex-jure.ru/law/news.php?newsid=22> (дата обращения: 05.10.2018).
6. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. Москва : Финансы и статистика, 1992. 349 с.
7. Алёхин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. Москва : Финансы и статистика, 1991. 160 с.
8. Амбрасовская А. Охрана наследственного имущества, заключающегося в именных бездокументарных акциях. *Российская юстиция*. 2001. № 11. С. 51–52.
9. Асаул А. Н., Асаул Н. А., Фалтинский Р. А. Основы бизнеса на рынке ценных бумаг : учебник / под ред. А. Н. Асаула. СПб. : АНО «ИПЭВ», 2008. 207 с.
10. Асаул А. Н., Войнаренко М. П., Пономарева Н. А., Фалтинский Р. А. Корпоративные ценные бумаги как инструмент инвестиционной привлекательности компаний / под ред. А. Н. Асаула. Санкт-Петербург. : АНО «ИПЭВ», 2008. 288 с.
11. Базилевич В. Д. Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах. *Фінанси України*. 2009. № 12. С. 5–12.
12. Балабанов В. С. Осокина И. Е., Поволоцкий А. И. Рынок ценных бумаг : коммерческая азбука. Москва : Финансы и статистика, 1994. 126 с.

13. Банах С. В. Функції омбудсманів у сучасному світі: порівняльно-правове дослідження : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.02. Маріуполь, 2014. 20 с.
14. Барабаш Ю. Г. Парламентський контроль в Україні (конституційно-правовий аспект) : монографія / Нац. юрид. акад. України ім. Ярослава Мудрого. Харків : Легас, 2004. 192 с.
15. Барулин В. А. Бездокументарные ценные бумаги в гражданском праве России : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Моск. открытый соц. ун-т. Москва, 2001. 157 с.
16. Барулин В. А. Бездокументарные ценные бумаги в гражданском праве России : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Москва, 2001. 26 с.
17. Барчук В. Б. Уповноважений Верховної Ради України з прав людини як суб'єкт забезпечення національної безпеки України : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.02. Київ, 2006. 19 с.
18. Безклубий І. Цінні папери : поняття, зміст, юридичні характеристики. *Право України*. 2001. № 9. С. 33–38.
19. Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / под ред. и вступ. ст. Е. А Суханова. Москва : ЮрИнфоР, 1996. 448 с.
20. Белов В. А. Бездокументарные ценных бумаги : науч.-практ. очерк. Москва : ЮрИнфоР, 2001. 106 с.
21. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учеб. пособие. Москва : Инфра-М, 2002. 278 с.
22. Бондар Т. Виконання договірних зобов'язань, посвідчених цінним папером. *Юридична Україна*. 2004. № 11. С. 25–30.
23. Бойцова В. В. Правовой институт омбудсмана в системе взаимодействия государства и гражданского общества : автореф. дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.02. Москва, 1995. 40 с.
24. Болокан І. В. Зобов'язально-правові та спеціальні засоби захисту права власності в підприємницькій діяльності : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Київ, 2008. 20 с.

25. Большой юридический словарь / под ред. : А. Я. Сухарев, В. Д. Зорькин, В. Е. Крутских. Москва : ИНФРА-М, 1998. 790 с. (Библиотека словарей «ИНФРА-М»).
26. Бондаревская М. В. Депозитарная расписка : понятие, виды и особенности правовой природы. *Хозяйство и право*. 2014. № 3. С. 114–124.
27. Бондаревская М. В. Первичное публичное размещение ценных бумаг (IPO): договорные аспекты. *Вестник гражданского права*. 2014. Т. 14. № 5. С. 58–87.
28. Бутрин Н. С. Виникнення корпоративних спорів з приводу спадкування належної учаснику частки в товаристві. *Юридичний вісник. Повітряне і космічне право*. 2012. № 3. С. 75–79.
29. Бушев А. Ю. Секьюритизация как правовой институт по управлению рисками, возникающими у участников отношений по обороту прав требования на рынке ценных бумаг. *Гражданское право*. 2014. № 3. С. 7–11.
30. Вавженчук С. Я. Проблеми виокремлення ознак цінного папера. *Вісник господарського судочинства*. 2013. № 1. С. 118–124.
31. Вавженчук С. Я. Правове регулювання фондового ринку: практикум : навч. посіб. Ніжин : Аспект-Поліграф, 2013. 582 с.
32. Вагацума С., Ариидзуми Т. Гражданское право Японии : в 2 кн. / ред. Р. О. Халфина : пер. с яп. В. В. Батуренко. М. : Прогресс, 1983. Кн. 1. 352 с.
33. Василевская Л. Залог прав по российскому и германскому законодательству (сравнительно-правовой анализ). *Хозяйство и право*. 2003. № 7. С. 132–141.
34. Васильева В. А. Корпоративне право як об'єкт спадкових прав. *Актуальні проблеми вдосконалення чинного законодавства України*. Івано-Франківськ, 2010. Вип. 23. С. 109–113.
35. Васильева В. А. Поняття суб'єктивного корпоративного права. *Корпоративне право України : підручник / за ред. В. В. Луця*. Київ : Юрінком Інтер, 2010. Розд. 6, § 1. С. 157–161.
36. Ватаманюк-Зелінська У. Застосування депозитарних розписок як ефективного способу публічного розміщення акцій промислових підприємств корпоративного сектора. *Економіст*. 2014. № 3. С. 33–36.

37. Версаль Н. І. Європейський ринок іпотечних цінних паперів: сучасний стан та перспективи розвитку в умовах глобалізації. *Фінанси України*. 2008. №9. С. 70–80.
38. Виговський О. Правова природа депозитарних розписок. *Юридична України*. 2010. № 10. С. 76–81.
39. Виговський О. Бездокументарні цінні папери в системі об'єктів цивільних прав. *Право України*. 2010. № 12. С. 95–100.
40. Виговський О. І. Правове регулювання бездокументарних цінних паперів: питання міжнародного приватного права. *Часопис Київського університету права*. 2010. № 4. С. 321–324.
41. Виговський О. І. Правове регулювання застави цінних паперів в Україні : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Київ, 2005. 18 с.
42. Виговський О. Бездокументарні цінні папери в системі об'єктів цивільних прав. *Право України*. 2010. № 12. С. 95–100.
43. Виговський О. І. Дослідження цінних паперів як об'єктів міжнародного приватного права. *Правова доктрина України* : у 5 т. / редкол. : В. Я. Тацій (голова редкол.) та ін. Харків : Право, 2013. Т. 3 : Доктрина приватного права України / за заг. ред. Н. С. Кузнецової. Розд. 3, підрозд. 3.2.2. С. 475–487.
44. Вимоги до договору про кліринг та розрахунки за правочинами щодо цінних паперів (про надання клірингових послуг) : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 20.08.2013 р. № 1527. *Офіційний вісник України*. 2013. № 76. Ст. 2839.
45. Вимоги до договору про кореспондентські відносини : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 06.08.2013 р. № 1411. *Офіційний вісник України*. 2013. № 74. Ст. 2747.
46. Вимоги до договору про обслуговування клірингової установи та договору про обслуговування Розрахункового центру : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 20.08.2013 р. № 1526. *Офіційний вісник України*. 2013. № 75. Ст. 2791.
47. Вимоги до договору про проведення грошових розрахунків за результатами клірингу : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від

- 20.08.2013 р. № 1525. *Офіційний вісник України*. 2013. № 76. Ст. 2838.
48. Вимоги до договору про обслуговування рахунку в цінних паперах : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 06.08.2013 р. № 1412. *Офіційний вісник України*. 2013. № 76. Ст. 2836.
49. Вимоги до договору про кореспондентські відносини : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 23.07.2013 р. № 1284. *Офіційний вісник України*. 2013. № 74. Ст. 2747.
50. Власов А. В. Передача эмиссионных ценных бумаг. *Очерки по торговому праву*. Ярославль, 1996. Вып. 3. С. 22–32.
51. Вовчак О. Д. Державне регулювання банківської інвестиційної діяльності в Україні : автореф. дис. ... д-ра економ. наук : 08.02.03. Львів, 2006. 37 с.
52. Герасимов В. Н. Инвестиционное обеспечение развития инновационно активных компаний через механизм первичных публичных размещений акций (IPO) : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.05. Москва, 2011. 156 с.
53. Гладчук К. М. Ринок первинної публічної пропозиції цінних паперів та шляхи його формування в Україні : дис. ... канд. економ. наук : 08.00.08. Київ, 2014. 216 с.
54. Гладчук К. М. Роль IPO у формуванні інвестиційних ресурсів і ризику, що його супроводжують. *Фінансування інноваційного розвитку України : стан, проблеми та перспективи* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., 7 листоп. 2013 р., Київ : КНЕУ, 2013. С. 111–113.
55. Глібко С. В. Особливості визначення банківських послуг у законодавстві України. *Теорія і практика правознавства* : електрон. наук. фахове вид. Нац. ун-ту «Юрид. акад. України ім. Ярослава Мудрого» 2013. Вип. 2. URL : <http://tlaw.nlu.edu.ua/article/view/62902/58352> (дата звернення: 06.07.2015).
56. Головатенко О. В. Проблеми можливості пред'явлення віндикаційного позову як способу захисту прав власників бездокументарних акцій. *Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ*. 2010. №4, ч. 2. С. 198–207.
57. Гольцберг М. А. Акционерные товарищества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами. Киев : Преса України, 1992. 96 с.

- 58.Голяк Л. В. Інститут спеціалізованого омбудсмана: світовий досвід організації та діяльності : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.02. Київ, 2010. 20 с.
- 59.Господарський процесуальний кодекс України : від 06.11.1991 р. № 1798-ХІІ. *Відомості Верховної Ради України*. 1992. № 6. Ст. 56.
- 60.Гражданское право : учеб. в 2 т. / отв. ред. Е. А. Суханов. 2-е изд. перераб. и доп. Москва : БЕК, 2000. Т. 1. 816 с.
- 61.Грейдін О. І. Договір довірчого управління цінними паперами в Україні : монографія. Сімферополь : ДІАЙТИ, 2013. 274 с.
- 62.Грибанич В. М. Сущность и роль внешних заимствований в развитии национальной экономики (на примере России). Теоретические и практические аспекты : дис. ... д-ра эконом. наук : 08.00.14. Москва, 1999. 327 с.
- 63.Данчук В. Г. Спадкове право. *Практика застосування окремих норм Цивільного кодексу України* : практич. посіб. Київ : Ін Юре, 2008. С. 213–233. (На допомогу судді).
- 64.Дёмушкина Е. Ценные бумаги : (ГК: комментарии и толкования). *Закон : журнал для деловых людей*. 1995. № 7. С. 106–113.
- 65.Директива 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання) : від 14.06.2006 р. № 2006/48/ЄС. URL : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_862 (дата звернення: 18.12.2014).
- 66.Добрынина Л. Понятие и признаки бездокументарных ценных бумаг. *Хозяйство и право*. 1999. № 6. С. 49–52.
- 67.Дозорець О. Деякі аспекти правового регулювання операцій з цінними паперами за Цивільним і Господарським кодексами України. *Юрист України*. 2004. № 3. С. 53–55.
- 68.Долгополова Л. М. Укладення договорів на торгах : монографія. Харків : Право, 2014. 184 с.
- 69.Домучсі С. Д. Захист права власності від порушень, не пов'язаних із позбавленням володіння, за цивільним законодавством України : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Одеса, 2011. 20 с.

70. Донець А. Г. Щодо питання легального визначення поняття “послуги”. *Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Серія “Право”*. 2012. № 1034. С. 133–135.
71. Доценко-Білоус Н. Цільові облигації: особливості перевтілення. *Бізнес. Бухгалтерія*. 2011. 8 серп. (№ 32). С. 55–57.
72. Кулик М. М. Емісія бездокументарних цінних паперів як підстава їх виникнення. *Теорія і практика правознавства* : електрон. наукометр. фахове вид. Нац. юрид. ун-ту ім. Ярослава Мудрого. 2015. Вип. 1. URL : <http://tlaw.nlu.edu.ua/article/view/63420/58834> (дата звернення: 08.09.2015).
73. Ефимова Е. Г. Правовой режим бездокументарных ценных бумаг. *Закон : журнал для деловых людей*. 1997. № 7. С. 51–53.
74. Єрмоєнко Г. В. Порівняльна характеристика деліктів з інститутом набуття, збереження майна без достатньої правової підстави (безпідставне збагачення) та іншими зобов'язаннями по захисту цивільних прав. *Вісник Хмельницького інституту регіонального управління та права. Науковий часопис*. 2002. № 2. С. 198–200.
75. Єрмаков О. Ю., Кіщак І. Т., Ковгунова Н. В. Перспективи депозитарної діяльності в інфраструктурі фондового ринку України. *Науковий вісник Миколаївського державного університету імені В. О. Сухомлинського. Серія : Економічні науки*. 2013. Вип. 5.1. (97). С. 36–41.
76. Єсауленко Н. В. Деякі питання спадкування акцій за законодавством України. *Держава і право. Юридичні і політичні науки*. Київ, 2010. Вип. 48. С. 401–407.
77. Жорнокуй Ю. М. Суб’єктивне корпоративне право як об’єкт корпоративного конфлікту. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 93-й річниці від дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 27 лют. 2015 р.). Харків : Право, 2015. С. 100–104.
78. Заборовський В. В. Способи захисту прав власників бездокументарних цінних паперів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Право*. 2010. Вип. 14, ч. 2. С. 235–237.

79. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо корпоративних договорів : проект Закону України від 19.04.2016 р. № 4470. URL : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JH3G600V.html (дата звернення: 03.01.2018).
80. Закономорна К. О. Інститут омбудсмана як засіб забезпечення прав і свобод людини та громадянина (порівняльно-правовий аналіз) : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.02. Харків, 2000. 16 с.
81. Зміна, що вноситься до переліку документів, за якими стягнення заборгованості провадиться у безспірному порядку на підставі виконавчих написів нотаріусів : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 27.05.2015 р. № 347. *Офіційний вісник України*. 2015. № 44. Ст. 1393.
82. Игнатенко В. Н. Реализация обязательства из необоснованного обогащения. *Известия вузов. Правоведение*. 2001. № 2. С. 90–97.
83. Іваненко І. А. Ринок єврооблігацій в умовах фінансової глобалізації : автореф. дис. ... канд. економ. наук : 08.00.02. 2008. 19 с.
84. Калаур І. Р. Майнові корпоративні права. *Корпоративне право України* : підручник / за ред. В. В. Луця. Київ : Юрінком Інтер, 2010. Розд. 6, § 3. С. 170–178.
85. Калаур І. Р. Організаційні (особисті) права учасників корпорацій. *Корпоративне право України* : підручник / за ред. В. В. Луця. Київ : Юрінком Інтер, 2010. Розд. 6, § 4. С. 178–182.
86. Каратцев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности : учеб. пособие. Москва : Рус. деловая лит., 1997. 256 с.
87. Кармазіна Н. В. Розвиток державної інвестиційної політики в Україні : автореф. дис. ... канд. наук з держ. упр. : 25.00.02. Київ, 2010. 16 с.
88. Кветна І. Р. Механізми визначення інвестиційної вартості активів на міжнародних ринках титулів власності : автореф. дис. ... канд. економ. наук : 08.05.01 / Київ. нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. Київ, 2006. 21 с.
89. Кобецька Н. Р. Форми захисту корпоративних прав. *Корпоративне право України* : підручник / за ред. В. В. Луця. Київ : Юрінком Інтер, 2010. Розд. 11, § 1. С. 305–318.

90. Ковальова У. В. Регулювання ринку цінних паперів у США. *Фінансова Україна*. 1997. № 10. С. 93–96.
91. Ковалюк О. М. Фінансовий механізм організації економіки України : автореф. дис. ... д-ра економ. наук : 08.02.03. Львів, 2004. 44 с.
92. Кологойда О. В. Контроль як правова форма регулювання господарських відносин на фондовому ринку України. *Право та інновації*. 2015. № 3. С. 50–58.
93. Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. Київ : Юрінком Інтер, 2008. 320 с.
94. Кологойда О. В. Емісійні фондові господарські правовідносини. *Право та інновації*. 2014. № 4. С. 80–87.
95. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року : затв. постановою Правління Нац. банку України від 18.06.2015 р. № 391. URL : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=18563297> (дата звернення: 05.12.2016).
96. Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України : схвалена постановою Верхов. Ради України від 22.09.1995 р. № 342/95-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1995. № 33. Ст. 257.
97. Концепція роздержавлення і приватизації підприємств, землі та житлового фонду : затв. постановою Верхов. Ради України від 31.10.1991 р. № 1767-XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1991. № 53. Ст. 795.
98. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні : схвалено постановою Каб. Міністрів України від 29 квіт. 1994 р. № 277. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/277-94-%D0%BF> (дата звернення: 18.06.2018).
99. Коробцова Н. В. Нематеріальні блага як об'єкти цивільних прав. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 93-й річниці від дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 27 лют. 2015 р.). Харків : Право, 2015. С. 132–135.

100. Корпоративное право : учеб. для студентов вузов, обучающихся по направлению «Юриспруденция» / отв. ред. И. С. Шиткина. М. : Волтерс Клувер, 2007. 648 с.
101. Корчевская Л. И. Объекты наследственного преемства в условиях экономических преобразований : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Москва, 1997. 245 с.
102. Коршунова Ж. В. Понятие и признаки облигации. *Известия вузов. Правоведение*. 2008. № 1. С. 22–31.
103. Коструба А. В. Компенсаційна дія юридичних фактів у механізмі правопринення. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 93-й річниці з дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 27 лют. 2015 р.). Харків : Право, 2015. С. 135–138.
104. Коструба А. В. Коносамент як цінний папір : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Харків, 2004. 212 с.
105. Кочин В. В. Засоби саморегулювання цивільних відносин. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 93-й річниці від дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 27 лют. 2015 р.). Харків : Право, 2015. С. 117–120.
106. Кравцова Н. И. Депозитарные расписки как инструмент интеграции России в мировой финансовый рынок : автореф. дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. Санкт-Петербург, 2010. 21 с.
107. Кравченко С. С. Цінні папери як один з важливих видів об'єктів цивільного права України. *Адвокат*. 2008. № 9. С. 13–18.
108. Кривоносова О. Емісія облігацій: навіщо і як?. *Бизнес. Бухгалтерия*. 2003. 31 берез. (№ 13). С. 60–64.
109. Крылов В. С. Инновации на финансовых рынках и возможности их применения в России : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. Москва, 2007. 220 с.
110. Кужелёв М. О. Корпоративні відносини : фінансові механізми функціонування та розвитку : автореф. дис. ... д-ра економ. наук : 08.00.01. Донецьк, 2012. 37 с.

111. Кузнєцова Н. С., Назарчук І. Р. Ринок цінних паперів в Україні : правові основи формування та функціонування. Київ : Юрінком Інтер, 1998. 526 с.
112. Кузьміна М. Н. Ценные бумаги в Российской Федерации : правовое регулирование выпуска и обращения : учеб. пособие. Москва : Юрлитинформ, 2006. 240 с.
113. Кукушкин А. А. Защита прав владельцев бездокументарных ценных бумаг в Российской Федерации : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Москва, 2007. 164 с.
114. Кулик М. М. Інститут омбудсмана у сфері фінансових послуг на ринку цінних паперів як елемент механізму охорони прав володільців бездокументарних цінних паперів. *Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних прав* : матеріали наук.-практ. конф., присвяч. пам'яті проф. Чингізхана Нуфатовича Азімова, 16 груд. 2016 р. Харків, 2017. С. 283–287.
115. Кулик М. М. Правові засоби захисту прав інвесторів при недобросовісній емісії бездокументарних цінних паперів. *Национальный юридический журнал: теория и практика*. 2015. № 4. С. 55–60.
116. Кулик М. М. Конституційне право на самозахист спадкоємця бездокументарних акцій при їх відчуженні за заповітом. *Проблеми вдосконалення правового забезпечення прав та основних свобод людини і громадянина* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Запоріжжя, 26 черв. 2015 р.). Запоріжжя : Запорізьк. міськ. громадська організація «Істина», 2015. С. 34–36.
117. Кулик М. М. Структура правочинів щодо бездокументарних облігацій в механізмі здійснення їх обігу. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія : Юридичні науки*. 2015. Вип. 3. Т. 1. С. 122–127.
118. Кулик М. М. Бездокументарні облігації як різновид боргових цінних паперів. *Проблеми законності*. 2015. Вип. 129. С. 148–153.
119. Кулик М. М. Емісія бездокументарних цінних паперів як підстава їх виникнення. *Теорія і практика правознавства* : електрон. наукометр. фахове вид. Нац. юрид. ун-ту ім. Ярослава Мудрого. Харків, 2015. Вип. 1. URL : <http://tlaw.nlu.edu.ua/article/view/63420> (дата звернення: 26.11.2017).

120. Кулик М. М. Договори про надання послуг у структурі правочинів щодо бездокументарних цінних паперів. *Право і суспільство*. 2015. № 5-2, ч. 2. С. 42–49.
121. Кулик М. М. Облігації із забезпеченням як правовий засіб гарантованого захисту суб'єктивних майнових прав їх власників. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Юридичні науки*. 2014. Вип. 6-2, т. 2. С. 20–26.
122. Леось О. Ю., Мартиненко Ю. О. Реформування національної депозитарної системи України з орієнтуванням на європейські організації. *Інвестиції : практика та досвід*. 2012. № 6. С. 81–84.
123. Лернер Ю. В., Самородов В. В. Використання інструменту IPO для виходу банку на зовнішні фондові ринки з метою залучення коштів. *Фінанси, облік і аудит*. 2011. № 18. С. 118–129.
124. Мазуренко С. В., Матвеєнко Т. Є. Захист прав спадкоємців нотаріусом. *Актуальні проблеми політики*. 2002. Вип. 13-14. С. 607–612.
125. Майданник О. О. Інститут омбудсмана у механізмі забезпечення прав людини в Україні. *Адвокат*. 2010. № 7. С. 12–16.
126. Майоров А. Г. Формирование правового института омбудсмана (Уполномоченного по правам человека) в России и за рубежом : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.02. Москва, 2002. 29 с.
127. Майорова Т. В. IPO як форма залучення інвестиційного капіталу. *Фінанси України*. 2010. № 6. С. 80–88.
128. Майфат А. В. Ценные бумаги (сравнительный анализ понятий в правовых системах России и США). *Государство и право*. 1997. № 1. С. 83–91.
129. Малинин А. Н. Проблемы формирования механизма привлечения иностранных инвестиций в экономику России : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.14. Москва, 2001. 155 с.
130. Малова Е. Ф. Депозитарные расписки на международном финансовом рынке : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.14. Москва, 2000. 358 с.
131. Малышенко К. А., Малышенко В. А. Двойной листинг : проблемы повышения ликвидности и доверия инвесторов. *От теории и гипотез к практическим шагам в науке* : материалы VII (XLVII) Междунар. науч.-практ.

- конф., по философ., филолог., юрид., пед., эконом., психолог., социолог. и полит. наукам (Украина, г. Горловка, 24–25 июля 2014 г. Горловка : ФЛП Пантюх Ю. Ф., 2014. С. 9–12.
132. Мартыянова Т. С., Белов В. А. Ценные бумаги : эволюция становления и развития. *Известия вузов. Правоведение*. 1992. № 6. С. 58–63.
133. Марцеляк О. В. Институт омбудсмана : теорія і практика : монографія. Харків : Вид-во Нац. ун-ту внутр. справ, 2004. 450 с.
134. Маслова-Юрченко К. О. Договір андеррайтингу за законодавством України : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Харків, 2012. 22 с.
135. Мельник Т. М. Депозитарні розписки як новий інструмент на ринку цінних паперів. *Вісник Української академії банківської справи*. 2000. № 2. С. 77–82.
136. Мигранов С. Д. Некоторые проблемы правового регулирования операций с бездокументарными ценными бумагами. *Хозяйство и право*. 2000. № 12. С. 48–53.
137. Минеева Е. В. Американские депозитарные расписки как инструмент международного рынка ценных бумаг : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. Санкт-Петербург, 2001. 144 с.
138. Мица Ю. В. Правова природа похідних цінних паперів : монографія. Харків, 2006. 220 с.
139. Мілаш В. С. Правове регулювання договірних відносин із надання послуг за сучасних ринкових умов. *Вісник Національної Академії правових наук України*. Харків, 2013. № 2. С. 174–184.
140. Міндарьова М. Ю. Облігації як об'єкт цивільного обороту : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Харків, 2015. 219 с.
141. Модельный закон о рынке ценных бумаг : принят на восемнадцатом пленар. заседании Межпарлам. Ассамблеи государств-участников СНГ (постановление от 24.11.2001 г. № 18-7). URL : http://base.spinform.ru/show_doc.fwx?rgn=64271 (дата обращения: 04.09.2017).
142. Мокогон О. Облігації підприємств. *Юридичний журнал*. 2005. № 12. С. 110–114.
143. Молотников А. Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг : учеб. пособие. Москва : Стартап, 2013. 552 с.

144. Морозова Т. А. Американские депозитарные расписки как инструмент привлечения инвестиций в российскую экономику : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. Москва, 2006. 185 с.
145. Мошенський С. З. Депозитарні розписки та специфіка їх використання для українських емітентів. *Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки*. 2011. № 2, ч. 2. С. 215–218.
146. Мурзин Д. В. Ценные бумаги как юридические конструкции гражданского права : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Екатеринбург, 2001. 23 с.
147. Набуття, збереження майна без достатньої правової підстави. *Цивільний кодекс України. Науково-практичний коментар / за заг. ред. Є. О. Харитонова*. Вид. 3-тє, перероб. та допов. Харків : Одісей, 2007. Кн. 5, розд. 3, гл. 83. С. 1112–1115.
148. Наулік Н. С. Інститут омбудсмана в Україні та Республіці Польща : порівняльне дослідження : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.02. Київ, 2007. 19 с.
149. Нерсесов Н. О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве. Москва : Статут, 1998. 286 с. (Классика российской цивилистики).
150. Новиков А. С. Стратегия и тактика реализации программ депозитарных расписок российских компаний на фондовых рынках : автореф. дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. Москва, 2012. 27 с.
151. Новицкий И. Б. Римское право. 6-е изд., стер. Москва : Гуманитар. знание: ТЕИС, 1997. 245 с.
152. Новоселова Л. Облигация – ценная бумага или договор займа?. *Хозяйство и право*. 2011. № 10. С. 18–26.
153. Нурзад І. Л. Правове регулювання діяльності банків на ринку цінних паперів України : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Київ, 2004. 21 с.
154. О депозитарной системе Республики Беларусь. URL: <https://www.centraldepo.by/about/about-depositarysystem/> (дата обращения: 01.03.2018).
155. О модельном законе «О рынке ценных бумаг» : постановление Межпарламент. Ассамблеи государств - участников СНГ от 24.11.2001 г. №

- 18-7. URL : <http://docs.cntd.ru/document/901813095> (дата обращения: 31.08.2017).
156. О рынке ценных бумаг : Федер. Закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ. *Собрание законодательства Российской Федерации*. 1996. № 17. Ст. 1918.
157. Онуфрієнко О. Дискусійні питання визначення цінних паперів як об'єктів права. *Підприємництво, господарство і право*. 2001. № 9. С. 10–13.
158. Основы римського приватного права. URL : <http://neik.nlu.edu.ua/mod/page/view.php?id=5332> (дата звернення: 10.12.2017).
159. Орієнтовний план законопроектних робіт на 2009 рік : затв. розпорядж. Каб. Міністрів України від 18.02.2009 р. № 185-р (в ред. від 18.11.2009 р. № 1379-р). *Урядовий кур'єр*. 2009. 4 берез. (№ 39). С. 8.
160. Осолінкєр І. М. Самозахист права власності в Україні : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Харків, 2011. 20 с
161. Панова Л. В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг в Украине : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Нац. юрид. акад. Украины им. Ярослава Мудрого. Харьков, 2002. 202 с.
162. Панова Л. В. Ценные бумаги как товар, реализуемый на рынке ценных бумаг. *Проблеми законності*. 2002. Вип. 52. С. 175–181.
163. Перелік документів, за якими стягнення заборгованості провадиться у безспірному порядку на підставі виконавчих написів нотаріусів : затв. постановою Каб. Міністрів України від 29.06.1999 р. № 1172. *Офіційний вісник України*. 1999. № 26. Ст. 1241.
164. Петік М. І., Левус Н. М. Залучення фінансових ресурсів шляхом випуску депозитарних розписок. *Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України*. 2013. Вип. 23.10. С. 258–264.
165. Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. Санкт-Петербург : Питер, 2005. 240 с. (Серия «Краткий курс»).
166. Петруня Ю. Недобросовісні емісії акцій: класифікація, причини, регулювання. *Підприємництво, господарство і право*. 1999. № 3. С. 7–11.

167. Підпригора О. А., Харитонов Є. О. Римське право : підручник. 3-тє вид. Київ : Юрінком Інтер, 2013. 528 с.
168. Пленюк М. Д. Передумови правоволодіння як правовстановлюючі юридичні факти механізму цивільно-правового регулювання зобов'язальних відносин. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 93-й річниці від дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В.П. Маслова (Харків, 27 лют. 2015 р.). Харків : Право, 2015. С. 163–167.
169. Полковников Г. В. Английское право о компаниях: закон и практика : учеб. пособие. Москва : НИМП, 1999. 240 с.
170. Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций : утв. приказом Банка России от 15.06.1995 г. № 02-125. URL : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_6892/4c21f54b49299c5dc39294109ce4ea16365e63fc/ (дата обращения: 04.09.2017).
171. Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положение о ценных бумагах : утв. постановлением Совета Министров СССР от 19.06.1990 г. № 590. *Собрание постановлений Правительства СССР*. 1990. № 15. Ст. 82.
172. Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів : затв. рішенням Держ. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 26.05.1998 р. № 60. *Урядовий кур'єр*. 1998. № 99-100. С. 13.
173. Положення про депозитарну діяльність : затв. рішенням Держ. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 26.05.1998 р. № 61. *Урядовий кур'єр*. 1998. 2 черв. (№ 103). С. 4.
174. Положення про провадження депозитарної діяльності : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 23.04.2013 р. № 735. *Офіційний вісник України*. 2013. № 52. Ст. 1910.
175. Положення про облік прав власників нерезидентів на цінні папери українських емітентів : затв. рішенням Держ. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 20.04.2001 р. № 138. *Офіційний вісник України*. 2001. № 24. Ст. 1090.

176. Положення про порядок здійснення банками України вкладних (депозитних) операцій з юридичними і фізичними особами : затв. постановою Правління Нац. банку України від 03.12.2003 р. № 516. *Офіційний вісник України*. 2004. № 1. Ст. 8.
177. Положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 29.04.2014 р. № 578. *Офіційний вісник України*. 2014. № 46. Ст. 1216.
178. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 27.12.2013 р. № 2998. *Офіційний вісник України*. 2014. № 12. Ст. 384.
179. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України : затв. постановою Правління Нац. банку України від 30.04.2009 р. № 259. *Офіційний вісник України*. 2009. № 34. Ст. 1174.
180. Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку : затв. Указом Президента України від 23.11.2011 р. № 1063/2011. *Офіційний вісник України*. 2011. № 94. Ст. 3415.
181. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 03.12.2013 р. № 2826. *Офіційний вісник України*. 2013. № 100. Ст. 3699.
182. Пономарєва Е. Г. Соотношение кондикционного иска с виндикацией. *Вестник Читинского государственного университета*. 2009. № 3. С. 126–131.
183. Попова А. Поняття, ознаки та класифікація депозитарних розписок. *Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. Серія. Юридичні науки*. 2009. Вип. 80. С. 34–36.
184. Порядок визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 06.08.2013 р. № 1416. *Офіційний вісник України*. 2013. № 74. Ст. 2750
185. Порядок установлення кореспондентських відносин між Національним депозитарієм України та іноземними депозитарними установами для

- забезпечення продажу пакетів акцій, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках : затв. рішенням Держ. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 10.11.1999 р. № 237. *Офіційний вісник України*. 2000. № 6. Ст. 234
- 186.Посполітак В. «Бездокументарні» цінні папери: досвід Франції та України. *Предпринимательство, хозяйство и право*. 1999. № 2. С. 31–34.
- 187.Посполітак В. Правові аспекти існування «бездокументарних» цінних паперів. *Предпринимательство, хозяйство и право*. 1999. № 4. С. 23–25.
- 188.Постанова Судової палати у цивільних справах Верховного Суду України від 02.03.2016 р., справа № 6-3090цс15: URL: [http://www.scourt.gov.ua/clients/vsu/vsu.nsf/7864c99c46598282c2257b4c0037c014/415bd112c69c3868c2257f72004f537e/\\$FILE/6-3090%D1%86%D1%8115.doc](http://www.scourt.gov.ua/clients/vsu/vsu.nsf/7864c99c46598282c2257b4c0037c014/415bd112c69c3868c2257f72004f537e/$FILE/6-3090%D1%86%D1%8115.doc) (дата звернення: 12.05.2018).
- 189.Правила оформлення вантажних перевізних документів на перевезення морським транспортом : затв. наказом М-ва транспорту та зв'язку України від 13.12.2004 р. № 1098. *Офіційний вісник України*. 2004. № 52. Ст. 3468.
- 190.Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами : затв. рішенням Держ. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 12.12.2006 р. № 1449. *Офіційний вісник України*. 2007. № 6. Ст. 235.
- 191.Правова доктрина України : у 5 т. / редкол. : В. Я. Тацій (голова редкол.) та ін. Харків : Право, 2013. Т. 3 : Доктрина приватного права України / за заг. ред. Н. С. Кузнецової. 760 с.
- 192.Правовий прогрес через порівняльне право: проблеми розбудови комерційного законодавства України на тлі досвіду США : матеріали Міжнар. симп. Львів : Ін-т менеджменту, 1993. Т. 1. 464 с.
- 193.Правовий прогрес через порівняльне право: проблеми розбудови комерційного законодавства України на тлі досвіду США : матеріали Міжнар. симп. Львів : Ін-т менеджменту, 1993. Т. 4. 346 с.

194. Правовое руководство ЮНСИТРАЛ по электронному переводу средств : подгот. секретариатом Комис. ООН по праву междунар. торговли, Нью-Йорк, 1987 г. URL : <http://base.garant.ru/555600/> (дата обращения: 05.09.2017).
195. Приобретение акций : практическое пособие по использованию финансовых средств для приобретения акций и облигаций на рынке ценных бумаг США и Канады. Свердловск, 1991. 268 с.
196. Приступко А. О. Фінансове регулювання фондового ринку України : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07. Київ, 2006. 23 с.
197. Про акціонерні товариства : Закон України від 17.09.2008 р. № 514-VI. *Офіційний вісник України*. 2008. № 81. Ст. 2727.
198. Про банки і банківську діяльність : Закон України від 07.12.2000 р. № 2121-III. *Офіційний вісник України*. 2001. № 1, т. 1. Ст. 1.
199. Про електронні довірчі послуги : Закон України від 05.10.2017 р. 2155-VIII. *Офіційний вісник України*. 2017. № 91. Ст. 2764.
200. Про визначення цінних паперів, що можуть видаватися як електронні документи : рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 26.11.2013 р. № 2674. *Офіційний вісник України*. 2013. № 100. Ст. 3679.
201. Про внесення змін і доповнень до Указу Президента України від 25 травня 1994 р. № 247 : Указ Президента України від 02.03.1996 р. № 160/96. URL : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/160/96> (дата звернення: 05.09.2017).
202. Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів : від 27.11.2014 р. № 0956. URL : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=52408 (дата звернення: 18.12.2014).
203. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери : Закон України від 04.07.2012 р. № 5042-VI. *Офіційний вісник України*. 2012. № 60. Ст. 2408.
204. Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо українських депозитарних розписок : проект Закону України від 14.12.2010 р. № 7462. URL :

- http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JF5RA00A.html (дата звернення: 05.09.2017).
205. Про внесення змін і доповнень до Закону Української РСР «Про цінні папери і фондову біржу» : Закон України від 14.10.1992 р. № 2680-XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1992. № 47. Ст. 645.
206. Про внесення змін та визнання такими, що втратили чинність, деяких актів Кабінету Міністрів України : постанова Каб. Міністрів України від 28.03.2012 р. № 256. *Офіційний вісник України*. 2012. № 24. Ст. 917.
207. Про встановлення особливостей розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та затвердження Положення про депозитарну та клірингову діяльність Національного банку України : постанова Правління Нац. банку України від 25.09.2013 р. № 387. *Офіційний вісник України*. 2013. № 80. Ст. 2981.
208. Про встановлення реквізитів фінансових казначейських векселів : рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 04.03.2014 р. № 277. *Офіційний вісник України*. 2014 р. № 27. Ст. 780.
209. Про депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 р. № 5178-VI. *Офіційний вісник України*. 2012. № 76. Ст. 3066.
210. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1996. № 51. Ст. 292.
211. Про деякі приписи законодавства, яке регулює питання, пов'язані із здійсненням права власності та його захистом : інформ. лист Вищ. арбітраж. суду України від 31.01.2001 р. № 01-8/98. *Вісник господарського судочинства*. 2001. № 2. С. 106.
212. Про електронний обіг цінних паперів і Національний Депозитарій : Указ Президента України від 25.05.1994 р. № 247. *Урядовий кур'єр*. 1994. № 82. С. 2.
213. Про забезпечення продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках : постанова Каб.

- Міністрів України від 21.07.1999 р. № 1320. *Офіційний вісник України*. 1999. 30. Ст. 1521.
214. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05.07.2012 р. № 5080-VI. *Офіційний вісник України*. 2012. № 63. Ст. 2569.
215. Про ліцензування видів господарської діяльності : Закон України від 02.03.2015 р. № 2224-VIII. *Офіційний вісник України*. 2015. № 25. Ст. 722.
216. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : Закон України від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1998. № 15. Ст. 67.
217. Про нотаріат : Закон України від 02.09.1993 р. № 3425-XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1993. № 39. Ст. 383.
218. Про приватизаційні папери : Закон України від 06.03.1992 р. № 2173-XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1992. № 24. Ст. 352.
219. Про приватизацію державного майна : Закон України від 4 берез. 1992 р. № 2163-XII, в ред. від 19 лют. 1997 р. № 89/97-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1997. № 17. Ст. 122.
220. Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва : Закон України від 23.12.2004 р. № 2286-IV. *Офіційний вісник України*. 2005. № 2. Ст. 66.
221. Про судову практику у справах про спадкування : постанова Пленуму Верхов. Суду України від 30.05.2008 р. № 7. *Вісник Верховного Суду України*. 2008. № 6. С. 17–24.
222. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України від 12.07.2001 р. № 2664-III. *Офіційний вісник України*. 2001. № 32. Ст. 1457.
223. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV. *Офіційний вісник України*. 2006. № 13. Ст. 857.
224. Про цінні папери і фондову біржу : Закон України від 18.06.1991 р. № 1201-XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1991. № 38. Ст. 508.
225. Прокофьев Р. В. IPO как форма приватизации и вовлечение населения в инвестиционную деятельность в России : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. Москва, 2007. 166 с.

226. Пронин В. В. Наследование в имущественных комплексах по гражданскому законодательству России : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Москва, 2005. 166 с.
227. Пузырёва Е. Н. Правовое регулирование трансграничного обращения ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Москва, 2012. 26 с.
228. Пучков А. А. Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг России : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. Москва, 2003. 197 с.
229. Пучкова Г. В. Зобов'язання, що виникають внаслідок безпідставного набуття або збереження майна за римським приватним правом та їх рецепція у цивільному праві України : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Одеса, 2007. 20 с.
230. Пучковська І. Й. Юрисдикційні форми захисту суб'єктивних цивільних прав та інтересів. *Цивільне право* : підруч. у 2 т. / за ред. : В. І. Борисова, І. В. Спасибо-Фатєєва, В. Л. Яроцький. Харків : Право, 2011. Т. 1. Гл. 13, розд. 3, § 3. С. 353–356.
231. Пшик В. І. Перспективи розвитку депозитарної системи України. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку*. 2013. № 767. С. 350–356.
232. Ракитская И. А. Формы парламентского контроля в скандинавских странах и Финляндии : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.02. Москва, 2001. 28 с.
233. Ратников К. Ю. Американские депозитарные расписки в международном частном праве : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Москва, 2002. 156 с.
234. Рекомендации ISSA 2000: пер. с англ. URL : http://aecsd.org/upload/iblock/233/ISSA_Recommendation_2000.pdf (дата обращения: 16.08.2017).
235. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Ринок цінних паперів України: повне перезавантаження. 2015. 128 с. URL : <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2017/03/Annual-Report-2015.pdf> (дата звернення: 03.01.2018).
236. Річний звіт за 2016 рік Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. На шляху до системних змін. 119 с. URL :

- <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktpfr-za-2016-rk/> (дата звернення: 03.01.2018).
- 237.Рішення Апеляційного суду м. Києва від 5 липня 2016 р., судова справа № 761/33090/15-ц. URL : <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/58837413> (дата звернення: 28.12.2017).
- 238.Рішення Ізмаїльського міськрайонного суду Одеської області від 28 листопада 2016 р., справа № 500/5399/16-ц. URL : <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/63030939> (дата звернення: 23.12.2017).
- 239.Решетина Е. К вопросу о переходе прав по бездокументарным ценным бумагам. *Хозяйство и право*. 2003. № 6. С. 30–37.
- 240.Рогалева М. А. Квалификация групповых исков о защите прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг. *Вестник Томского государственного университета. Право*. 2013. № 2. С. 138–141.
- 241.Рогалева М. Виндикационный иск о защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг. *Хозяйство и право*. 2013. № 11. С. 82–88.
- 242.Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. : В. А. Галанов, А. И. Басов. Москва : Финансы и статистика, 2002. 448 с.
- 243.Саванець Л. М. Природа прав, посвідчених бездокументарними цінними паперами. *Юридичний вісник. Повітряне і космічне право*. Київ, 2012. № 3. С. 93–98.
- 244.Саванець Л. М. Особливості договору управління бездокументарними цінними паперами. *Актуальні проблеми цивільного, житлового та сімейного законодавства* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 90-річчю з дня народж. д-ра юрид. наук, проф. В. П. Маслова, 16 берез. 2012 р. Харків : Право, 2012. С. 412–416.
- 245.Саванець Л. М. Отчуждение бездокументарных ценных бумаг по договору. *Теория и практика общественного развития*. 2013. № 4. С. 304–306.
- 246.Саванець Л. Виндикація бездокументарних цінних паперів. *Проблеми державотворення і захисту прав людини в Україні* : матеріали ХІХ звіт. наук.-практ. конф. (7–8 лют. 2013 р.). Львів, 2013. С. 170–171.

- 247.Саванець Л. М. Перехід прав за бездокументарними цінними паперами: цивільно-правовий аспект : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Київ, 2013. 19 с.
- 248.Самбірський М. М. Цінні папери ділових підприємств в умовах ринкової трансформації економіки України : автореф. дис. ... канд. економ. наук : 08.01.01. Львів, 2003. 24 с.
- 249.Самойлова М. В. Бездокументарные ценные бумаги в правовой доктрине Германии. *Законы России : опыт, анализ, практика*. 2007. № 8. С. 122–127.
- 250.Севриновский В. Д. Совершенствование форм и методов деятельности инвестора на мировом фондовом рынке : дис. ... канд. економ. наук : 08.00.14. Москва, 2001. 187 с.
- 251.Селивановский А., Зайчук М. Договор репо. *Хозяйство и право*. 2014. № 5. С. 66–83.
- 252.Селивановский А., Селивановская М. Представитель владельцев облигаций : кому нужен этот институт. *Хозяйство и право*. 2013. № 11. С. 43–53.
- 253.Система довідників та класифікаторів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку : затв. рішенням Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 08.05.2012 р. № 646. *Офіційний вісник України*. 2012. № 43. Ст. 1678.
- 254.Скакун О. Ф. Теорія держави і права : підручник / Пер. з рос. Харків : Консум, 2001. 656 с.
URL: http://www.dut.edu.ua/uploads/1_948_39072050.pdf (дата звернення 07.10.2018).
- 255.Сліпченко С. О. Система нематеріальних об'єктів цивільного права. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 93-й річниці від дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 27 лют. 2015 р.). Харків : Право, 2015. С. 61–64.
- 256.Слободян О. А. Впровадження фінансового омбудсмена на ринку фінансових послуг України. *Актуальні питання юридичної науки : теорія та практика* : зб. наук. пр. Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Кіровоград, 11 груд. 2013 р.). Кіровоград : КІДМУ КПУ, 2013. С. 153–156.
- 257.Соколов М. В., Кошик О. М., Фабрика І. В. IPO як спосіб здійснення приватизації та постприватизаційного розвитку підприємств. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки*. 2013. Вип. 24. С. 60–67.

- 258.Соловьёв Д. В. Правовое регулирование обращения ценных бумаг иностранных эмитентов : сравнительный анализ права и практики Российской Федерации и Соединенных Штатов Америки : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Москва, 2001. 185 с.
- 259.Сорока М. В. IPO як механізм залучення інвестицій. *Вісник національного університету «Львівська політехніка»: Логістика*. 2007. № 594. С. 327–335.
- 260.Спасибо-Фатєва І. Право спільної власності подружжі на частку в статутному капіталі господарського товариства: «за» і «проти». *Мала енциклопедія нотаріуса*. 2008. № 6. С. 31–38.
261. Спасибо-Фатєєва І. В. Акціонерні угоди. *Право України*. 2009. № 12. С. 182–190.
- 262.Спасибо-Фатєєва І. В. Корпоративні правочини. *Спасибо-Фатєєва І. В. Цивілістика: на шляху формування доктрин* : вибр. наук. пр. Харків: Золоті сторінки, 2012. С. 163–167.
- 263.Сперанский С. Бездокументарные ценные бумаги. *Российская юстиция*. 1998. № 4. С. 12–14.
- 264.Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг. *Хозяйство и право*. 2002. № 3. С. 64–80.
- 265.Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг. *Хозяйство и право*. 2002. № 4. С. 73–85.
- 266.Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг. *Хозяйство и право*. 2002. № 5. С. 78–97.
- 267.Стецюк Л. Л. Об'єкти самозахисту в цивільному праві України. *Механізми охорони та захисту майнових прав в Україні та ЄС* : зб. матеріалів круглого столу (м. Київ, 12 листоп. 2008 р.). Київ : НДІ приват. права і підприємництва АПрН України, 2008. С. 187–195.
- 268.Стецюк Л. Л. Самозахист як форма захисту цивільних прав. *Університетські наукові записки : часопис / Хмельн. ун-т упр. та права*. 2008. № 3. С. 151–158.
- 269.Тарасов А. В. Управление инновационными и инвестиционными возможностями предприятий и населения с использованием потенциала рынка ценных бумаг : дис. ... д-ра эконом. наук : 08.00.05. Пенза, 2006. 466 с.

270. Тимошевська І. П. Участь у цивільному процесі органів та осіб, яким законом надано право захищати права, свободи та інтереси інших осіб : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Харків, 2012. 200 с.
271. Тодика Ю. М., Марцеляк О. Інститут омбудсмена : світові моделі і досвід. *Вісник Академії правових наук України*. Харків, 1998. № 2. С. 57–66.
272. Трофименко Д. С. Бездокументарні цінні папери у системі об'єктів цивільного права. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 93-й річниці від дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 27 лют. 2015 р.). Харків : Право, 2015. С. 359–362.
273. Трофименко Д. С. Практичні аспекти віндикації бездокументарних цінних паперів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Право*. 2016. Вип. 41. С. 130–135.
274. Троян Н. Н. Рынок производных инструментов : основные направления развития : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. М., 2008. 200 с.
275. Ухвала апеляційного суду Запорізької області від 29 січня 2013 р., справа № 22-ц-778/569/13. URL : <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/28907133> (дата звернення: 23.12.2017).
276. Ухвала Подільського районного суду м. Києва від 8 листопада 2013 р., судова справа № 758/14369/13-ц. URL : <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/34667717> (дата звернення: 28.12.2017).
277. Ухвала Шевченківського районного суду м. Києва від 10 листопада 2014 р., судова справа № 761/32376/14-ц. URL : <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/41414128> (дата звернення: 28.12.2017).
278. Федоришин О. Цивільно-правове регулювання охорони прав власників облигацій при невиконанні зобов'язань емітента. *Підприємництво, господарство і право*. 2011. № 10. С. 46–49.
279. Федоров Н. А. Инвестиционный инструментарий банков на современных финансовых рынках : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10. Москва, 2002. 145 с.

- 280.Хабаров С. А. Ценные бумаги как объекты гражданских прав в новой редакции Гражданского кодекса РФ. *Гражданское право*. 2014. № 3. С. 3–6.
- 281.Хамидуллина Э. Виндикационный иск и проблема защиты прав владельцев бездокументарных ценных бумаг. *Хозяйство и право*. 2003. № 9. С. 44–50.
- 282.Харицький В. П. Державні цінні папери як об'єкти цивільних прав : монографія. Київ : Одіссей, 2007. 192 с.
- 283.Ценные бумаги : учебник / под ред. : В. И. Колесников, В. С. Торковский. М. : Финансы и статистика, 1999. 416 с.
- 284.Цивільне право : підручник у 2 т. / за ред. : В. І. Борисова, І. В. Спасибо-Фатєєва, В. Л. Яроцький. Харків : Право, 2011. Т. 2. 816 с.
- 285.Цивільне право : підручник у 2 т. / за ред.: В. І. Борисова, І. В. Спасибо-Фатєєва, В. Л. Яроцький. Харків : Право, 2011. Т. 1. 656 с.
- 286.Яроцький В. Л. Цінні папери. *Цивільне право* : підручник у 2 т. / за ред. : В. І. Борисова, І. В. Спасибо-Фатєєва, В. Л. Яроцький. Харків : Право, 2011. Т. 1. Гл. 9, § 4. С. 230–239.
- 287.Цивільний кодекс України : від 16.01.2003 р. № 435-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2003. № 40–44. Ст. 356.
- 288.Цивільний процесуальний кодекс України : від 18.03.2004 р. № 1618-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2004. № 40–41, 42. Ст. 492.
- 289.Щербина В. С. Цінні папери як об'єкти цивільних прав. *Цивільне право України* : підручник у 2 кн. / за ред. : О. В. Дзера, Н. С. Кузнєцова. Київ: Юрінком Інтер, 1999. Кн. 1. Гл. 9, § 3. С. 108–119. URL: http://www.vidrodgenya.at.ua/111111111/0000001/civilne_prao_ukrajini.pdf (дата звернення: 07.10.2018).
- 290.Чуйкова В. Ю. Спадкування за заповітом. *Цивільне право* : підручник у 2 т. / за ред. : В. І. Борисова, І. В. Спасибо-Фатєєва, В. Л. Яроцький. Харків : Право, 2011. Т. 1. Гл. 22. С. 509–521.
- 291.Чухно А. А., Селінков С. Л. Фондові ринки країн – членів Європейського Союзу та України. *Фінанси України*. 1999. № 2. С. 3–9.

- 292.Швиденко О. С. Акція як об'єкт права власності : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Київ, 2006. 213 с.
- 293.Шевченко О. М. Формування ринку цінних паперів в трансформаційній економіці : автореф. дис. ... канд. економ. наук : 08.01.01. Харків, 2006. 19 с.
- 294.Шевченко Г. Н. Право на бездокументарную ценную бумагу. *Бизнес, менеджмент и право*. 2006. № 2. С. 30–34.
- 295.Шевченко О. М. Сучасні тенденції функціонування ринку корпоративних облигацій в Україні. *Економіка, фінанси, право*. 2014. № 1. С. 10–16.
- 296.Шимон С. І. Теорія майнових прав як об'єктів цивільних правовідносин: монографія. Київ : Юрінком Інтер, 2014. 664 с.
- 297.Школьник І. О., Червякова С. В. Реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумова забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів у процесі ІРО. *Проблеми економіки*. 2012. № 3. С. 15–19.
- 298.Шаравара Р. І. Становлення ринку цінних паперів в умовах трансформації економіки України : автореф. дис. ... канд. економ. наук : 08.01.01. Дніпропетровськ, 2005. 20 с.
- 299.Щербина А. Г., Парандій О. В. Доцільність та перспективи впровадження розрахункового центру на ринку цінних паперів в Україні. *Бізнес Інформ*. 2012. № 10. С. 230–235.
- 300.Щодо визнання такими, що втратили чинність, деяких нормативних актів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку : рішення Держ. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 23.12.2008 р. № 1488. *Офіційний вісник України*. 2009. № 6. Ст. 180.
- 301.Щодо втрати чинності рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20.04.2001 № 138 «Про затвердження Положення про облік прав власності нерезидентів на цінні папери українських емітентів» : рішення Держ. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 14.06.2006 р. № 381. *Офіційний вісник України*. 2006. № 26. Ст. 1910.

- 302.Щодо обслуговування розміщення та продажу цінних паперів українських емітентів або документів, які підтверджують зобов'язання, що впливають з прав, засвідчених цінними паперами українських емітентів за межами України : рішення Держ. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 30.10.1998 р. № 157. *Офіційний вісник України*. 1998. № 48. Ст. 1772
- 303.Эмдин А. В. Формы и методы привлечения капитала на рынке ценных бумаг : дис. ... канд. эконом. Наук : 08.00.10 / С.-петерб. гос. ун-т экономики и финансов. Санкт-Петербург, 1998. 147 с
- 304.Эрмель М. Н. Формирование международного рынка ценных бумаг в России: на примере сектора ММВБ : дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.10, 08.00.14. Москва, 2005. 143 с.
- 305.Юлдашбаева Л. Р. Правовая природа бездокументарных ценных бумаг. *Хозяйство и право*. 1997. № 10. С. 39–46.
- 306.Яроцкий В. Л. Механизм восстановления и защиты имущественных прав, удостоверенных ценными бумагами. *Харьковская цивилистическая школа : защита субъективных гражданских прав и интересов* : монографія / под общ. ред. И. В. Спасибо-Фатеевой. Харьков : Право, 2014. Разд. 3, гл. 1, § 4. С. 381–396.
- 307.Яроцький В. Л. Характеристика самозахисту речових прав як різновиду правомірних дій. *Форум права* : електрон. наук. фахове вид. 2013. № 4. URL : http://nbuv.gov.ua/j-pdf/FP_index.htm_2013_4_79.pdf. (дата звернення: 06.09.2017).
- 308.Яроцький В. Л. Цінні папери у цивілістичній доктрині України. *Правова доктрина України* : у 5 т. / редкол. В. Я. Тацій та ін. Харків : Право, 2013. Т. 3 : Доктрина приватного права України. Підрозд. 3.2.1. С. 463–474.
- 309.Яроцький В. Л. Механізм здійснення суб'єктивних майнових прав, посвідчених цінними паперами. *Приватноправові механізми здійснення та захисту суб'єктивних прав фізичних та юридичних осіб* : колект. монографія / за наук. ред. В. Л. Яроцького. Харків : Юрайт, 2013. Розд. 7. С. 165–194.
- 310.Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) : монографія. Харків : Право, 2006. 544 с.

311. Яроцький В. Л. Цінні папери як правовий засіб забезпечення мінімізації майнових ризиків. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 92-й річниці з дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслової, 28 лют. 2014 р. Харків, 2014. С. 14–18.
312. Яроцький В. Л. Самозахист як правовий засіб захисту речових прав. *Вісник Національного університету «Юридична академія України імені Ярослава Мудрого»*. Серія : Економічна теорія та право. Харків, 2014. № 1. С. 160–170.
313. Яроцький В. Л. Поняття і ознаки емісійних цінних паперів. *Державне будівництво та місцеве самоврядування*. Харків, 2004. Вип. 7. С. 118–127.
314. Яроцький В. Л. Механізм цивільно-правового регулювання відносин у сфері випуску й обігу цінних паперів: особливості і співвідношення з іншими засобами правового впливу. *Проблеми законності*. 2004. Вип. 65. С. 71–77.
315. Ясус М. Об установлении специального правового режима защиты прав непрофессионального участника рынка ценных бумаг – розничного инвестора. *Хозяйство и право*. 2013. № 2. С. 89–99.
316. Яценко І. Цінні папери: види, сутність і поняття. *Бизнес. Бухгалтерия*. 2001. 14–17 трав. (№ 20). С. 44–46.

ДОДАТКИ

Додаток А

Наукові праці, в яких опубліковані основні результати дисертації.

1. Кулик М. М. Правові засоби захисту прав інвесторів при недобросовісній емісії бездокументарних цінних паперів. *Национальный юридический журнал: теория и практика*. 2015. № 4. С. 55–60.
2. Кулик М. М. Договори про надання послуг у структурі правочинів щодо бездокументарних цінних паперів. *Право і суспільство*. 2015. № 5-2, ч. 2. С. 42–49.
3. Кулик М. М. Облігації із забезпеченням як правовий засіб гарантованого захисту суб'єктивних майнових прав їх власників. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Юридичні науки*. 2014. Вип. 6-2, т. 2. С. 20–26.
4. Кулик М. М. Специфіка правочинів щодо бездокументарних акцій при приватизації державних підприємств. *Право та інновації*. 2015. № 3. С. 78–87.
5. Кулик М. М. Структура правочинів щодо бездокументарних облігацій в механізмі здійснення їх обігу. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія : Юридичні науки*. 2015. Вип. 3, т. 1. С. 122–127.
6. Кулик М. М. Бездокументарні облігації як різновид боргових цінних паперів. *Проблеми законності*. 2015. Вип. 129. С. 148–153.
7. Кулик М. М. Емісія бездокументарних цінних паперів як підстава їх виникнення. *Теорія і практика правознавства* : електрон. наукометр. фахове вид. Нац. юрид. ун-ту ім. Ярослава Мудрого. Харків, 2015. Вип. 1. URL: <http://tlaw.nlu.edu.ua/article/view/63420> (дата звернення: 26.11.2017).

Наукові праці, які посвідчують апробацію матеріалів дисертації.

8. Кулик М. М. Правовий режим облігацій: проблеми гармонізації законодавства України і Європейського Союзу. *Сучасні проблеми цивільного права та процесу* : матеріали "круглого столу", присвяч. пам'яті проф. Ч. Н. Азімова, 19 груд. 2014 р. Харків, 2015. С. 106–110.
9. Кулик М. М. Бездокументарна акція як корпоративний цінний папір. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф.,

- присвяч. 93-й річниці з дня народж. В. П. Маслова, Харків, 27 лют. 2015 р. Харків, 2015. С. 325–329.
10. Кулик М. М. Конституційне право на самозахист спадкоємця бездокументарних акцій при їх відчуженні за заповітом. *Проблеми вдосконалення правового забезпечення прав та основних свобод людини і громадянина* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Запоріжжя, 26 черв. 2015 р.). Запоріжжя : Істина, 2015. С. 34–36.
 11. Кулик М. М. Окремі питання здійснення та захисту суб'єктивних цивільних прав на бездокументарні цінні папери. *Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних прав* : матеріали "круглого столу", присвяч. пам'яті проф. Чингізхана Нуфатовича Азімова, м. Харків, 18 груд. 2015 р. Харків, 2016. С. 258–262.
 12. Кулик М. М. Кондикційний позов як юрисдикційний спосіб захисту суб'єктивних цивільних прав інвесторів на бездокументарні цінні папери. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали наук.-практ. конф., присвяч. 94-й річниці з дня народж. В. П. Маслова, Харків, 19 лют. 2016 р. Харків : Право, 2016. С. 292–294.
 13. Кулик М. М. Інститут омбудсмана у сфері фінансових послуг на ринку цінних паперів як елемент механізму охорони прав володільців бездокументарних цінних паперів. *Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних прав* : матеріали наук.-практ. конф., присвяч. пам'яті проф. Чингізхана Нуфатовича Азімова, 16 груд. 2016 р. Харків, 2017. С. 283–287.
 14. Кулик М. М. Депозитарні розписки у механізмі обігу бездокументарних акцій. *Законодавство України: недоліки, проблеми систематизації та перспективи розвитку* : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф., м. Херсон, 10–11 лют. 2017 р. Херсон, 2017. С. 51–55.
 15. Кулик М. М. Правова природа бездокументарних цінних паперів. *Inovácia právne veda v procese európskej integrácie* : Medzinárodná vedecko-prakt. конф., 10–11 marca 2017. Sládkovičovo, 2017. С. 117–119.