

**В. Л. Яроцький**, кандидат юридичних наук, доцент, завідувач кафедрою цивільного права № 2 Національної юридичної академії України імені Ярослава Мудрого

## Поняття і ознаки емісійних цінних паперів

Відповідно до ст. 142 Конституції України матеріальною і фінансовою основою місцевого самоврядування є доходи місцевих бюджетів, кошти, земля, природні ресурси, інше рухоме і нерухоме майно. Разом з тим, доходних надходжень до місцевих бюджетів не завжди достатньо для забезпечення динамічного розвитку інфраструктури відповідної території. Одним із правових засобів залучення вільних коштів фізичних і юридичних осіб для фінансування програм подальшого розвитку і забезпечення фінансової автономії відповідних населених пунктів є випуск боргових емісійних цінних паперів. Кошти від реалізації вказаних цінних паперів мають цільовий характер і підлягають використанню для реалізації відповідних муніципальних програм. Відповідно до ст. 10 Закону України від 18 червня 1991 р. «Про цінні папери та фондову біржу»<sup>1</sup> одним із основних різновидів емісійних цінних паперів є облігації місцевих позик. Вказані цінні папери можуть випускатись у документарній і бездокументарній формі, іменними і на пред'явника. Облігації місцевих позик є найбільш поширеним різновидом емісійних цінних паперів —

© Яроцький В. Л., 2004

<sup>1</sup> Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 38. — Ст. 508.

документів, правова природа і особливості яких є найменш дослідженими в цивілістиці. З усієї сукупності основних видів емісійних цінних паперів ґрунтовне дослідження здійснене тільки щодо документів, які використовуються у сфері корпоративного управління<sup>1</sup>. Недостатній рівень дослідження особливостей емісійних цінних паперів обумовлює необхідність вирішення основних, притаманних їм ознак, аналізу їх правової природи й формулювання їх власного доктринального поняття, що визначає цілі та завдання цієї статті.

Оскільки найбільш поширеною є бездокументарна форма випуску емісійних цінних паперів, розглянемо насамперед деякі сутнісні і термінологічні аспекти зв'язку доктринальних підходів римського права і їх впливу на сучасні погляди стосовно правової природи бездокументарної форми випуску емісійних цінних паперів. Римське право не містило чітких визначень речового і зобов'язального права, але обґрунтувало різницю між ними, яку вбачало в такому. Положеннями давньоримського речового права встановлювалися безпосередні і постійні повноваження титуляра (носія права, що ґрунтується на певному правовому титулі) щодо речей. Надаючи одній особі право користування певним предметом, правопорядок одночасно зобов'язував всіх інших осіб не перешкоджати титуляру в здійсненні належних йому правомочностей. І. Пухан і М. Поленак-Акимовська називають це позитивною і негативною сторонами речово-правових відносин, що розглядаються доктриною римського приватного права. Ця їхня ознака дозволила римським юристам відокремити їх від зобов'язально-правових відносин, що опосередковують соціальний зв'язок між чітко визначеними особами — боржником і кредитором. Зазначене принципове розходження цих відносин дозволило римським юристам відокремити і способи захисту порушених прав учасників названих груп соціальних зв'язків. У речово-правових відносинах управомочений суб'єкт має право вимагати захисту належних йому прав у разі їх порушення будь-якою особою. Навпаки, для зобов'язальних відносин характерним є право на захист від порушень

<sup>1</sup> Див.: Синенко Ю. И. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика. — М., 2002.

тільки з боку зобов'язаної особи<sup>1</sup>. У літературі зазначається, що зобов'язальні правовідносини історично виникли пізніше, ніж речові<sup>2</sup>. Як видається, це є одним із чинників, що обумовили термінологічну залежність деяких основних понять давньоримського зобов'язального права від категорій, раніше вироблених стосовно речового. Насамперед йдеться про характерний для римського приватного права розподіл предметів майнового обороту на тілесні і безтілесні (*res corporales* і *res incorporales*)<sup>3</sup>. Як справедливо зазначає О. А. Підпригора, римська юриспруденція відрізнялася не тільки теоретичною ґрунтовністю, але й практичною гостротою, тому вирішення окремих казусів, конкретних практичних висновків дозволило римським юристам розробити загальні цивілістичні теорії і дати наукове пояснення багатьом правовим явищам<sup>4</sup>. Накопичений представниками римської юриспруденції значний досвід нормотворчості і конструювання нових правових категорій широко використовується і при розгляді сучасних цивільно-правових проблем.

Запропонований давньоримськими юристами поділ речей на тілесні і безтілесні сприйняв і по-новому інтерпретував Д. В. Мурзін<sup>5</sup> при дослідженні правової природи бездокументарних цінних паперів. Він звертає увагу на те, що виражене в цінному папері суб'єктивне зобов'язальне право, стаючи об'єктом права власності, зберігає дуалістичність регулювання і, підпорядковуючись нормам речового права, має зв'язок із зобов'язально-правовими нормами. Такий підхід

<sup>1</sup> Див.: *Пухан Иво, Поленак-Акимовская Мирьяна*. Римское право: Базовый учебник: Пер. с макед. д-ра юрид. наук, проф. В. А. Томсинова и Ю. В. Филиппова / Под ред. проф. В. А. Томсинова. — М., 1999. — С. 128–130.

<sup>2</sup> Див.: *Канторович Я. А.* Основные идеи гражданского права. — Х., 1928. — С. 42.

<sup>3</sup> Див.: *Хутиыз М. Х.* Римское частное право: Курс лекций. — Краснодар, 1993. — С. 70; *Черниловский З. М.* Римское частное право. Элементарный курс. — М., 1997. — С. 92–93; *Пухан И., Поленак-Акимовская Мирьяна*. Римское право: Базовый учебник. — С. 136.

<sup>4</sup> Див.: *Підпригора О. А.* Римське приватне право: Підручник. — К., 2001. — С. 25.

<sup>5</sup> Див.: *Мурзін Д. В.* Ценные бумаги — бестелесные вещи. Правовые проблемы современной теории ценных бумаг. — М., 1998.

зустрів як підтримку, так і неприйняття в цивілістиці і донині залишається дискусійним. Підтримує такий підхід і В. В. Посполітак: «Більш прийнятною слід вважати конструкцію “безтілесної речі”». При цьому зобов'язальні права за цінними паперами становлять зміст речового права користування, як можливості вилучення корисних властивостей цінного папера<sup>1</sup>. С. Є. Долгаєв стверджує, що він як «автор не підтримує пропозицію називати цінні папери “безтілесними речами”, оскільки ніякої спеціфіки обороту цінних паперів при цьому не враховується, фактично в таких випадках йдеться тільки про передачу прав із папера за допомогою поступки прав»<sup>2</sup>. Д. В. Мурзін, базуючись на запропонованому ним підході, стверджує, що «цінний папір як безтілесна річ — це зобов'язальне договірне право, регульоване нормами речового права»<sup>3</sup>.

Повнота, обґрунтованість і теоретична спроможність наведеного визначення викликають сумнів. По-перше, за допомогою норм права взагалі і речового права зокрема регулюються відносини між суб'єктами, а не права. По-друге, відносини, що виникають у сфері функціонування цінних паперів у цивільному обороті, регулюються не тільки нормами речового і зобов'язального права, а також положеннями спеціального законодавства про цінні папери та актів піднормативного регулювання взагалі і саморегулювання зокрема. По-третє, викликає заперечення беззастережне визначення договірної природи підстави виникнення майнового права, вираженого в цінному папері. По-четверте, аналізоване визначення не враховує особливостей правового регулювання відносин, що складаються у сфері функціонування бездокументарних цінних паперів, на які не поширюється дія положень речового права.

Відомі й інші їх визначення. Ф. С. Карагусов зазначає, що «бездокументарні цінні папери являють собою посвідчувані особливим способом майнові права в галузі залучення, перерозподілу і повернення грошей, що залучаються суб'єктами

<sup>1</sup> *Посполітак В. В.* Передача права власності на цінні папери та прав за цінними паперами в Україні (цивільно-правові аспекти): Автореф. дис... канд. юрид. наук. — К., 2001. — С. 5.

<sup>2</sup> *Долгаєв С. Е.* Правовое регулирование оборота ценных бумаг: Автореф. дис... канд. юрид. наук. — Волгоград, 2002. — С. 13.

<sup>3</sup> *Мурзін Д. В.* Ценные бумаги — бестелесные вещи... — С. 79.

цивільного обороту у формі позикового або акціонерного (власного) капіталу для здійснення підприємницької діяльності<sup>1</sup>. В. А. Барулін вважає, що «бездокументарний цінний папір являє собою визначений законом, такий що містить встановлені реквізити, відокремлений і оборотоздатний об'єкт цивільних прав, урахування прав суб'єкта на який у реєстрі є необхідною умовою придбання таким суб'єктом прав кредитора за встановленим законом зобов'язанням»<sup>2</sup>. На думку Л. Добриніної, «бездокументарний цінний папір можна визначити як інформацію про права, закріплені іменним або ордерним цінним папером, зафіксовану особливим способом (за допомогою засобів електронно-обчислювальної техніки тощо) на спеціальному матеріальному носії, легальним держателем якого є особа, що отримала в установленому порядку спеціальну ліцензію»<sup>3</sup>.

З моменту інституціоналізації бездокументарних цінних паперів у цивільному обороті виникли нові проблеми і необхідність визначення нових підходів до їх вирішення. Одна з таких проблем полягає у визначенні єдності або диференціації правової природи документарних і бездокументарних цінних паперів. Як ретроспективні, так і сучасні доктринальні поняття цінних паперів і підходи, на яких вони засновані, мають величезне значення і підлягають урахуванню в ході подальших досліджень їх правової природи, формулюванні їх поняття, а також визначенні особливостей їх функціонального призначення в механізмі цивільно-правового регулювання відносин, що розглядаються. Плюралізм думок їх авторів відіграв істотну роль у розвитку теорії цінних паперів, розгляді їх окремих ознак і виробленні понять досліджуваних документів. Як видається, багато положень, що містяться в цих поняттях, а також більшість аргументів, висловлених при обґрунтуванні необхідності урахування тих або інших їх ознак, не втратили своєї актуальності. Водночас множинність видів

<sup>1</sup> Карагузов Ф. С. Ценные бумаги и деньги в системе объектов гражданских прав: Автореф. дис... д-ра юрид. наук. — Алматы, 2002. — С. 28—29.

<sup>2</sup> Барулин В. А. Бездокументарные ценные бумаги в гражданском праве России: Автореф. дис... канд. юрид. наук. — М., 2001. — С. 5.

<sup>3</sup> Добрынина Л. Понятие и признаки бездокументарных ценных бумаг // Хозяйство и право. — 1999. — № 6. — С. 52.

цінних паперів, а також істотні особливості документарної і бездокументарної форм їх випуску звужують коло ознак, характерних для всієї їх сукупності, однак їх врахування є обов'язковим.

Як видається, всі спроби сформулювати окреме доктринальне визначення бездокументарних паперів мають право на існування і заслуговують на аналіз. Однак формулювання окремих доктринальних визначень документарних і бездокументарних цінних паперів у межах цього дослідження суперечило б обраному підходу до їх розгляду як єдиного об'єкта цивільних прав, що функціонує в цивільному обороті в чітко визначених чинним цивільним законодавством правових формах.

Водночас доцільно перед формулюванням загального поняття розглядуваних об'єктів цивільних прав запропонувати окреме визначення різновиду цінних паперів, які в літературі називаються емісійними<sup>1</sup>. Слід зазначити, що усталене в літературі їх термінологічне позначення як емісійних цінних паперів є не зовсім узгодженим із деякими законодавчими підходами. Це позначення має на меті відмежувати їх від цінних паперів, що підлягають оформленню і видачі в індивідуальному порядку і, враховуючи це, повинні бути віднесені до неемісійних. Водночас законодавство оперує терміном «емітент» стосовно особи, яка випускає (видає) розглядувані об'єкти цивільних прав у оборот, незалежно від того, чи йдеться про цінні папери масових емісій або про документи, що випускаються в індивідуальному порядку. Емісія є спеціальним, усталеним термінологічним позначенням процесу випуску цінних паперів у обіг і може бути як масовою, так і індивідуальною. Тому доцільно всю сукупність розглядуваних об'єктів цивільних прав (з урахуванням характеру їх випуску) термінологічно позначати цінними паперами масових та індивідуальних емісій.

Цінні папери масових емісій мають істотну юридичну своєрідність і є одним з найбільш поширених різновидів як документарних, так і бездокументарних цінних паперів.

<sup>1</sup> Див.: Онуфрієнко О. І. Правове регулювання випуску та обігу емісійних цінних паперів в Україні: Автореф. дис... канд. юрид. наук. — К., 2000.

Більше того, бездокументарні цінні папери, з урахуванням їх правової природи, не можуть випускатися в індивідуальному порядку. Вони завжди випускаються і функціонують у цивільному обороті тільки у вигляді цінних паперів масових емісій. А. Ю. Синенко до емісійних цінних паперів відносить акції і облигації, а також відомі цивільному обороту Росії житлові сертифікати, опціонні свідоцтва і паї інвестиційних пайових фондів<sup>1</sup>. В. В. Кудряшов посилається на положення чинного законодавства Росії, що визначають критерії віднесення цінних паперів до емісійних, але не наводить ані повного, ані приблизного їх переліку<sup>2</sup>. Розглядаючи емісійні цінні папери, Є. А. Суханов називає їх фондovими<sup>3</sup>. Погоджуючись із цією думкою, слід зазначити, що цінні папери масових емісій не завжди визнаються фондovими цінностями і можуть бути допущеними до котування на фондovій біржі тільки в разі, якщо відповідають певним визначеним їм внутрішніми регламентами критеріям (стабільність, доходність, ліквідність тощо). До котування на фондovій біржі не обов'язково допускаються всі цінні папери масових емісій. Проаналізувавши досвід країн із розвинутою ринковою економікою і налагодженим механізмом функціонування фондovого ринку, М. Ю. Алексєєв зазначає, що «далеко не всі фондovі цінності користуються настільки високим попитом, який дозволяв би вести безперервну подвійну аукціонну торгівлю ними. Переважна частка цінних паперів обертається поза стінами фондovих бірж»<sup>4</sup>. Разом з тим, видається, що саме використання можливостей фондovої біржі і інших фінансових посередників надасть можливість не тільки більш широкого залучення вільних коштів фізичних і юридичних осіб до інвестування відповідних муніципальних програм, але і розширення географії таких інвестицій.

<sup>1</sup> Див.: Синенко А. Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика. — М., 2002. — С. 12.

<sup>2</sup> Див.: Кудряшов В. В. Эмиссия акций в акционерном обществе: практический аспект. — М., 1999. — С. 69.

<sup>3</sup> Див.: Гражданское право: Учебник: В 2т. / Отв. ред. проф. Е. А. Суханов. — М., 1998. — Т. 1. — С. 323.

<sup>4</sup> Див.: Алексєєв М. Ю. Рынок ценных бумаг. — М., 1992. — С. 81.

Для цінних паперів масових емісій характерною є законодавчо встановлена обов'язковість урахування емітентом визначеного найменшого цінового значення їх номінальної вартості. На розсуд емітента воно або фіксується як реквізит відповідного цінного папера в установленому законодавством ціновому значенні, або підлягає кратному збільшенню. Зокрема, відповідно до положень статей 4 і 10 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» номінальна вартість акцій і облигацій відповідно не може бути менше 50 гривень. Положеннями цих же статей встановлюється правило стосовно того, що при встановленні для акцій і облигацій номіналу розміром більше 50 гривень, він повинен бути кратним установленій законодавством мінімальній номінальній вартості цих видів цінних паперів. Законодавче встановлення мінімальної номінальної вартості і акцій, і облигацій можна обґрунтувати необхідністю визначення ступеня участі акціонера у відповідному акціонерному товаристві (далі — АТ) або облигаціонера у єдиній позиції, посвідченій цінними паперами одного випуску відповідно. Акціонери, облигаціонери та володільці інших цінних паперів масових емісій, які набувають прав на них на організованому (фондовому) ринку, мають легально визначений статус інвестора. Інвестором на ринку цінних паперів положеннями ст. 1 Закону України від 30 жовтня 1996 р. «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»<sup>1</sup> визначається фізична або юридична особа, котра придбає цінні папери від свого імені та за свій рахунок з метою одержання прибутку чи збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів згідно з чинним законодавством. Найбільш поширеними цінними паперами масових емісій, які функціонують на фондovому ринку, є акції і облигації, які хоча і віднесені положеннями нового Цивільного кодексу України до різних груп цінних паперів, однак мають певні спільні риси.

Виходячи з положень нового Цивільного кодексу України (пункти 1, 2 ч. 1 ст. 195) акції і облигації підлягають віднесенню до груп пайових і боргових цінних паперів відповідно. Незважаючи на те, що облигації віднесені до групи боргових

<sup>1</sup> Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

цінних паперів, з огляду на їх емісійну природу вони мають певну схожість з акціями. Зокрема, їхню схожість можна обґрунтувати, базуючись на міркуваннях Г. М. Колоножнікова<sup>1</sup>. Він пропонував розглядати облигацію як втілену в папері, що легко передається, частку участі в єдиній великій позиції<sup>2</sup>. Як видається, зазначений висновок може бути поширено і на відомі сучасному цивільному обороту цінні папери масових емісій. Частку участі в єдиній великій позиції посвідчують не тільки облигації, але й ошадні та інвестиційні сертифікати, казначейські зобов'язання України та інші цінні папери масових емісій, випуск і обіг яких передбачається чинним законодавством. Право на отримання відповідної частки державного майна, яка підлягає безкоштовній передачі у власність громадян, посвідчують приватизаційні цінні папери. Як різновид цінних паперів масових емісій частку участі (але не в єдиній великій позиції, а в статутному капіталі відповідного АТ) посвідчують акції. У зазначених випадках істотного правового значення набуває номінальна вартість кожного із цінних паперів масових емісій. Вона дозволяє співвіднести частку участі, розмір майнових вигод (у вигляді відсотків і дивідендів) і грошову суму, що підлягає поверненню, стосовно кожного із володільців цінних паперів масових емісій. Винятком є приватизаційні папери, що теж мають визначену законодавством номінальну вартість, але підлягають цільовому використанню шляхом обміну на акції приватизованих державних підприємств.

Найбільш повні і досконалі поняття емісійних цінних паперів у межах дослідження їх правової природи сформульовані О. І. Онуфрієнком і Ф. С. Карагусовим. О. І. Онуфрієнко пропонує розглядати як емісійні «цінні папери, що закріплюють сукупність прав, які підлягають посвідченню, уступці і безумовній реалізації з дотриманням встановлених законом форми і порядку, що розміщаються випусками як у документарній, так і в бездокументарній формі, при цьому всередині

<sup>1</sup> Див.: Колоножников Г. М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ. — Томск, 1912. — Ч. 1: Условия выпуска облигаций. — С. 7.

<sup>2</sup> Див.: Там само.

одного випуску всі цінні папери мають рівний обсяг і строки реалізації прав незалежно від часу придбання»<sup>1</sup>. Ф. С. Карагусов вважає, що «емісійними цінними паперами є призначені до вільного обігу і здатні до обігу на організованих ринках цінних паперів майнові права, котрі випускаються серіями в передбачених законом формах із метою залучення інвестицій (капіталу) для створення і розвитку підприємницької справи їх емітентів і котрі у рамках цієї серії мають однакові реквізити, обертаються і погашаються емітентами на єдиних умовах»<sup>2</sup>. Наведені поняття видаються такими, що мають істотну своєрідність підходів до відображення основних ознак і правової природи цінних паперів масових емісій. З урахуванням аналізу особливостей цінних паперів масових емісій, вважаємо за необхідне запропонувати таке визначення цінних паперів, яке підлягає поширенню як на документарну, так і на бездокументарну форму їх випуску.

*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 встановленому 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.*

<sup>1</sup> Онуфрієнко О. І. Правове регулювання випуску та обігу емісійних цінних паперів в Україні. — С. 8.

<sup>2</sup> Карагусов Ф. С. Ценные бумаги и деньги в системе объектов гражданских прав. — С. 25.