

УДК 341.96

**ПРАВОВА ПРИРОДА ДЕРИВАТИВІВ ТА ПОХІДНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК ІНСТРУМЕНТІВ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ**

**LEGAL NATURE OF DERIVATIVES AND DERIVATIVE SECURITIES AS FINANCIAL MARKETS INSTRUMENTS**

**ПРАВОВАЯ ПРИРОДА ДЕРИВАТИВОВ И ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

**Виговський О. І.**

доктор юридичних наук, доцент кафедри міжнародного приватного права Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка. E-mail: [aleks5@ukr.net](mailto:aleks5@ukr.net)

**Vygovskyy O. I.**

Doctor of Jurisprudence, Associate Professor at the Department of Private International Law, Institute of International Relations of Taras Shevchenko National University of Kyiv. E-mail: [aleks5@ukr.net](mailto:aleks5@ukr.net)

**Выговский А. И.**

Доктор юридических наук, доцент кафедры международного частного права Института международных отношений Киевского национального университета имени Тараса Шевченко. E-mail: [aleks5@ukr.net](mailto:aleks5@ukr.net)

***Анотація.** У статті розкриваються питання правової природи похідних цінних паперів та деривативів як фінансових інструментів, їх особливості у порівнянні із звичайними цінними паперами, досліджуються теоретичні підстави розмежування та окремої кваліфікації цих двох різних юридичних категорій. Автор аналізує широке та вузьке тлумачення поняття похідного цінного папера у доктринальній та практичній площині, особливості деривативів як стандартизованих фінансових контрактів та виділяє їх ключові ознаки, що дозволяють їх відмежувати від схожих інструментів. У статті також порушується важливе теоретичне та практичне питання щодо можливості віднесення депозитарних розписок до категорії похідних цінних паперів, з огляду на особливості правовідносин, що виникають в сфері випуску та обігу депозитарних розписок.*

**Ключові слова:** дериватив, фінансовий інструмент, похідний цінний папір, базовий актив, депозитарна розписка.

***Abstract.** The article reveals the issues of legal nature of derivative securities and derivatives as financial instruments, their characteristic features in comparison with ordinary securities, explores theoretical background for their differentiation and distinct qualification of these two different legal categories. The author of the article analyzes broad and narrow interpretation of the concept of a derivative security in doctrinal and practical dimensions, specific features of derivatives as standardized financial contracts and outlines their key attributes which allows to distinguish them from similar instruments. This article also deals with an important theoretical issue concerning the possibility of qualification of depositary receipts as derivative securities, taking into consideration the distinctive features of legal relationship arising in the area of issue and trading in depositary receipts.*

**Key words:** derivative, financial instrument, derivative security, underlying asset, depositary receipt.

**Аннотація.** В статті розкриваються питання правової природи похідних цінних паперів та деривативів як фінансових інструментів, їх особливості в порівнянні з звичайними цінними паперами, досліджуються теоретичні основи розмежування та окремої кваліфікації цих двох різних юридичних категорій. Автор аналізує широке та вузьке трактування поняття похідної цінної папери в доктринальній та практичній площині, особливості деривативів як стандартизованих фінансових контрактів та виділяє їх ключові ознаки, які дозволяють їх відокремити від схожих інструментів. В статті також піднімається важливий теоретичний питання щодо можливості віднесення депозитарних розписок до категорії похідних цінних паперів, з урахуванням особливостей правовідносин, що виникають в сфері випуску та обігу депозитарних розписок.

**Ключові слова:** дериватив, фінансовий інструмент, похідна цінна папера, базовий актив, депозитарна розписка.

**Постановка проблеми.** Поширеними різновидами міжнародних фінансових інструментів, які активно використовуються на ринках капіталу та дозволяють ефективно мінімізувати фінансові ризики, є деривативи або похідні фінансові інструменти. Існування, обіг та реалізація прав за цими інструментами викликають гострі теоретичні питання, включаючи колізійні, які поки що на рівні вітчизняної правової доктрини залишаються недостатньо вивченими, а їх регулювання на нормативному рівні – фрагментарним та обмеженим. Так, деривативи як похідні цінні папери лише побіжно згадуються у ст. 195 Цивільного кодексу України та ст.ст. 3 та 15 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 року, а спроба в спеціальному законодавчому акті врегулювати питання випуску та обігу депозитарних розписок (зокрема, в рамках проекту Закону України «Про похідні цінні папери» від 2 березня 2000 р. (реєстр. №3201) чи проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо регульованих ринків та деривативів)» від 20.11.2015 р. (реєстр №3498)) поки залишається нереалізованою. Нагальна потреба у вирішенні назрілих теоретичних та практичних питань у цій сфері продиктована необхідністю захисту інтересів сторін правовідносин, які виникають щодо цих об'єктів цивільних прав, та науковому обґрунтуванню пропозицій щодо подолання прогалин у законодавчому полі.

**Мета статті** – проаналізувати правову природу деривативів та можливість їх юридичної кваліфікації як похідних цінних паперів, розкрити їх особливості у порівнянні із звичайними цінними паперами, а також розглянути питання щодо можливості віднесення депозитарних розписок до категорії похідних фінансових інструментів.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** На сьогоднішній день в українській правовій доктрині існують наукові дослідження з проблематики обігу деривативів, але вони здебільшого обмежуються концептуальними питаннями кваліфікації деривативів. Так, дослідженню теоретичних проблем правової природи похідних цінних паперів як об'єктів цивільних прав присвячено дисертаційну роботу Ю.В. Мици «Правова природа похідних цінних паперів» [1]. Юридичні питання обігу деривативів також висвітлювалися у працях С.Ю. Дацук [2], С.А. Хабарова [3] та ряду інших дослідників. У європейській правовій доктрині проблематиці деривативів приділяли увагу такі дослідники, як Ф. Вуд [4], Е. Свон [5], Г. Райнер [6], С. Фірт [7], Ш. Хендерсон [8] та інші.

**Основні результати дослідження.** Деривативи є загальним терміном, що використовується для позначення ф'ючерсів, опціонів, свопів та різноманітних інших подібних правочинів. Вони є «похідними» від базових активів, наприклад, опціон на

придбання акції у майбутньому є контрактом, похідним від акції («базового активу»). Більшість похідних контрактів є контрактами на різницю – різницю між узгодженою майбутньою ціною на актив на дату в майбутньому та реальною ринковою ціною на цю дату [4, с. 197]. За допомогою цих інструментів відбувається страхування (хеджування) ризиків (зокрема, кредитних, валютних, процентних, товарних та ін.), пов'язаних із трансакціями на міжнародних фінансових ринках.

Аналізуючи основні підходи до кваліфікації деривативів, можна помітити, що у вітчизняній доктрині почасти відбувається змішування понять деривативів та похідних цінних паперів, які можуть помилково використовуватися як синонімічні. Для того щоб відмінності між цими правовими категоріями були більш рельєфними, слід уважно дослідити правову природу похідних цінних паперів та їх співвідношення з деривативами. В цьому контексті не можна не звернути увагу на існуючі розбіжності між широкою та вузькою інтерпретацією правової природи похідних цінних паперів в цілому.

Відповідно до широкого тлумачення поняття похідного цінного паперу, ним виступає цінний папір, що посвідчує право його держателя на певний базовий актив, яким можуть бути цінні папери, грошові кошти, включаючи відсотковий дохід за ними, товар на складі та товар в дорозі [9, с. 101]. Однак, під дане визначення підпадають якщо не всі, то переважна більшість цінних паперів, зокрема, всі боргові, іпотечні та товаророзпорядчі цінні папери. При цьому нівелюється значення класифікаційної дихотомії цінних паперів на групи, що подається у ст. 195 Цивільного кодексу України та ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Більш вузьким визначенням поняття похідного цінного паперу є його розуміння як цінного паперу, що посвідчує право його законного власника реалізувати можливість закріпленого в ньому права на набуття матеріального активу (певного об'єкту цивільного права) [10, с. 108-109]. Основною ознакою «похідності» при цьому пропонується вважати закріплення таким цінним папером не суб'єктивного права на матеріальний актив, а «закріплення права на право» [10, с. 109]. Похідні (додаткові) цінні папери лише закріплюють правомочності, похідні від основних вимог, засвідчених головними (основними) цінними паперами [11, с. 425]. Щоправда, договірна природа фінансових інструментів, які традиційно відносяться до категорії похідних цінних паперів (зокрема, строкових контрактів (ф'ючерсів), відсоткових строкових контрактів (форвардів), строкових контрактів на обмін в майбутньому), змушувала деяких дослідників опонувати їх визначенню як цінних паперів [12, с. 60], натомість пропонуючи розглядати їх як самостійний різновид цивільних правочинів або як різновид документів, похідних від класичних цінних паперів. Взагалі, питання про те, чи являють собою деривативи різновиди цивільно-правових договорів, що відрізняються строковим характером, стандартизованістю умов та особливостями виконання і на які правовий режим цінних паперів можливо поширити лише із суттєвими застереженнями, або ж вони беззастережно належать до категорії цінних паперів, є одним з найбільш дискусійним у правовій доктрині.

Саме вузьке розуміння поняття похідного цінного паперу було покладене в основу легального визначення похідного цінного паперу в Україні. Так, відповідно до п. 5 ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та абз. 5 ст. 1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. №448/96-ВР, похідними є цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів. Стаття 1 Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів, що затверджене Постановою Кабінету Міністрів України від 19 квітня 1999 р. №632, визначає дериватив як стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому. Вичерпний

перелік деривативів, що міститься у ст. 3 цього Положення, включає лише форвардні та ф'ючерсні контракти та опціони. Відповідно до ст. 2 даного Положення, до деривативів належать лише ті контракти, форма яких відповідає вимогам, встановленим цим Положенням. Таким чином, у нормативних актах України похідний цінний папір не визначається як документ, що посвідчує речове право безпосередньо на сам базовий актив (один чи декілька об'єктів цивільних прав).

Змістом похідного цінного паперу слід визнати не майнове право на певний базовий актив (річ, майнові права, цінні папери тощо), а зобов'язальне право продати чи придбати такий актив в майбутньому у визначений момент чи протягом певного строку. Особливістю цієї групи цінних паперів є їх виключно каузальний характер – в їх основі завжди лежить певний цивільний правочин, що породжує кореспондуючі права та обов'язки щодо купівлі-продажу певного базового активу протягом обумовленого строку. Ще однією особливістю є строковий характер права, що посвідчене таким цінним папером – базовий актив може бути придбаний або проданий лише в межах чітко визначеного строку. Реалізація відповідного права управненою особою (точніше, отримання грошової різниці) виступає юридичним фактом, що обумовлює припинення існування похідного цінного папера.

Виходячи з вищенаведеного, можна зробити висновок, що похідними цінними паперами є такі цінні папери, які посвідчують право їх власника вимагати від зобов'язаної за такими паперами особи придбання або продажу базового активу або виплати різниці між погодженою та фактичною вартістю базового активу на визначений момент часу. Натомість, деривативи є різновидом цивільно-правових договорів, які передбачають обов'язок однієї сторони купити або продати базовий актив на вимогу іншої сторони або укласти інший дериватив, або сплатити грошову суму за настання певних обставин, відповідно до умов такого договору. Незважаючи на те, що в обох випадках правовідносини між сторонами виникають з приводу певного базового активу, похідні цінні папери є емісійними цінними паперами, що розміщуються випусками та посвідчують однакові права їх власників в межах одного випуску, тоді як деривативи є стандартизованими контрактами, зобов'язання за якими мають «індивідуальний» характер. Якщо похідні цінні папери виникають внаслідок сукупності юридичних фактів, які охоплюються поняттям «емісія цінних паперів», то деривативи укладаються як контракти на регульованих ринках чи поза їх меж.

В науковій літературі неодноразово виникають питання щодо віднесення того чи іншого фінансового інструменту до категорії похідних цінних паперів. В цьому контексті доцільно зупинитися на питанні кваліфікації депозитарних розписок як деривативів.

Депозитарні розписки надають інвестору право власності на визначену кількість цінних паперів іноземного (по відношенню до держави емітента депозитарних розписок) емітента, і можуть у будь-який час протягом строку їх обігу бути обмінені на такі цінні папери. Окремі дослідники навіть вважають, що механізм депозитарних розписок дозволяє елімінувати проблеми, пов'язані із застосовним правом щодо відносин за участю іноземного емітента [10, с. 148-149]. Існування цього об'єкту цивільних прав на сьогодні передбачається законодавством України про приватизацію державних підприємств як спосіб продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених в процесі приватизації, іноземним інвесторам. Можна констатувати, що з появою депозитарних розписок виникла специфічна система опосередкованого володіння цінними паперами, коли кінцеві власники цінних паперів можуть здійснювати права за ними лише через посередництво іншої особи, не вступаючи в «прямий» контакт з емітентом. Фактично, обіг всіх або частини представлених цінних паперів на ринку держави емітента замінюється обігом депозитарних розписок на іноземних фондових ринках. Сам факт знерухомилення представлених цінних паперів з подальшим їх обмеженням в обігу означає, що їх ринок

з цього моменту "виноситься" за межі держави емітента. Водночас, питання про те, яка категорія цінних паперів може вважатися родовою по відношенню до цих інструментів фондового ринку, на наш погляд, на науковому рівні вивчене недостатньо ретельно.

Загальним місцем для ряду доктринальних визначень поняття депозитарних розписок є безапеляційне їх віднесення до категорії похідних цінних паперів (деривативів) [10, с.136; 11, с.425]. Похідний характер депозитарних розписок, очевидно, визначається тим, що їх випуск здійснюється виключно для цілей розміщення цінних паперів іноземних емітентів серед вітчизняних інвесторів, і саме ці цінні папери начебто виступають «базовим активом» за депозитарними розписками. Такий підхід був покладений в основу і вищевказаного проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо регульованих ринків та деривативів)», де вказується, що депозитарна розписка відноситься до похідних цінних паперів.

На наш погляд, позицію віднесення депозитарних розписок до категорії похідних цінних паперів слід визнати необґрунтованою; очевидно, вона може бути пояснена недостатнім рівнем вивчення правової природи депозитарних розписок у вітчизняній цивілістичній науці.

На відміну від похідних цінних паперів, депозитарні розписки посвідчують складний юридичний комплекс прав, до якого входить і речове право власності на визначену кількість цінних паперів іноземного емітента, і корпоративні права, що посвідчені представленими цінними паперами, а також зобов'язальні права до депозитарної установи, яка виступає їх емітентом, але не входять притаманні похідним фінансовим інструментам «право на продаж» чи «право на купівлю». Держателі депозитарних розписок з моменту їх придбання стають повноправними власниками (хоча і з певними особливостями їх статусу) представлених розписками цінних паперів та уповноваженими суб'єктами прав з цих цінних паперів, незважаючи на відсутність у них правопідтверджуючих документів (сертифікатів, виписок з рахунку в цінних паперах тощо). Погашення депозитарних розписок є юридичним фактом, що припиняє правовідносини, породжені обігом розписок, але не припиняє правовідносини щодо представлених цінних паперів: з юридичної точки зору, тут не відбувається ні обміну, ні купівлі-продажу об'єктів цивільних прав, а лише передача (вручення) титульному власнику документів, що посвідчують його повноваження у відношенні представлених цінних паперів. А тому, виходячи з вищевказаного, можна констатувати недоцільність віднесення депозитарних розписок до категорії похідних цінних паперів з огляду на відсутність головних класифікаційних ознак – специфічного характеру посвідчуваних прав та каузального зв'язку з договором купівлі-продажу. На наш погляд, їх доцільно виокремити в спеціальну групу цінних паперів, яку можна умовно ідентифікувати як «депозитарні цінні папери». Характерною ознакою даного виду цінних паперів є посвідчення як речового права, так і зобов'язального права вимоги, яке власник може реалізувати проти емітента розписок.

З урахуванням сказаного вище, можна запропонувати загальне визначення депозитарної розписки як емісійного цінного паперу, що посвідчує право власності його держателя на визначену кількість представлених цінних паперів іноземного емітента, визначає можливість опосередкованої реалізації власником депозитарної розписки корпоративних та інших прав, що посвідчені представленими цінними паперами, а також надає своєму власнику право вимагати від емітента депозитарної розписки передачі відповідної кількості представлених цінних паперів при погашенні депозитарної розписки.

**Висновки.** 1. Деривативи та похідні цінні папери є різними юридичними категоріями. Похідними цінними паперами є такі цінні папери, які посвідчують право їх власника вимагати від зобов'язаної за такими паперами особи придбання або продажу базового активу або виплати різниці між погодженою та фактичною вартістю

базового активу на визначений момент часу. Натомість, деривативи є різновидом цивільно-правових договорів, які передбачають обов'язок однієї сторони купити або продати базовий актив на вимогу іншої сторони або укласти інший дериватив, або сплатити грошову суму за настання певних обставин, відповідно до умов такого договору.

2. Відсутність головних класифікаційних ознак, що використовуються для об'єднання цінних паперів в рамках групи «похідні цінні папери», не дає можливості віднести депозитарні розписки до даної групи. Натомість пропонується виділити спеціальну групу «депозитарні цінні папери», яка б охоплювала всі депозитарні розписки незалежно від місцезнаходження емітента та місця їх розміщення.

#### **Список використаних джерел**

1. Мица Ю. В. Правова природа похідних цінних паперів: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Ю. В. Мица; Національна юридична академія України ім. Ярослава Мудрого. – Х., 2005. – 211 с.
2. Дацук С. Ю. Производные ценные бумаги: автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / С. Ю. Дацук. – М., 2013. – 22 с.
3. Хабаров С. А. Некоторые вопросы гражданской правообъектности производных финансовых инструментов и ценных бумаг / С. А. Хабаров // Гражданское право. – 2015. – №5. – С. 42-45.
4. Wood P. R. Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, 2<sup>nd</sup> ed. / P. R. Wood. – London: Sweet & Maxwell, 2007. – 376 p.
5. Swan E. J. (ed.) Issues in Derivative Instruments / ed. by E. J. Swan. – The Hague: Kluwer, 1999. – 204 p.
6. Райнер Г. Деривативы и право: пер. с нем. / Г. Райнер. Пер.: Ю. М. Алексеев, О.М. Иванов. – М.: Волтерс Клувер, 2005. – 496 с.
7. Firth S. Derivatives Law and Practice / S. Firth, G. Hardy. – London: Sweet & Maxwell, 2003.
8. Henderson S. K. Henderson on Derivatives, 2<sup>nd</sup> ed. / ed. by S. K. Henderson. – London: LexisNexis, 2010. – 1281 p.
9. Соловьев Д. В. Правовое регулирование обращения ценных бумаг иностранных эмитентов: сравнительный анализ права и практики Российской Федерации и Соединенных Штатов Америки: Дис. ...канд. юрид. наук / Д. В. Соловьев; Институт международного права и экономики им. А.С. Грибоедова. – М., 2001. – 185 с.
10. Агапеева Е. В. Ценные бумаги как объекты гражданского оборота по законодательству России и США (сравнительно-правовой аспект): Дис. ...канд. юрид. наук / Е. В. Агапеева; Московская академия экономики и права. – М., 2006. – 176 с.
11. Гражданское право. В 4 т. Т.1: Общая часть / Под ред. Е. А. Суханова. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 720 с.
12. Ратников К. Ю. Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки / К. Ю. Ратников. – М.: Статут, 2001. – 334 с.

#### **References**

1. Mytsa Yu. V. Pravova pryroda pokhidnykh tsinnykh paperiv: dys... kand. yuryd. nauk: 12.00.03 / Yu. V. Mytsa; Natsionalna yurydychna akademiya im. Yaroslava Mudroho. – Kh., 2005. – 211 p.

2. Datsuk S. Yu. Proizvodnyie tsennyie bumagi: Avtoref. dys... kand. yuryd. nauk: 12.00.03 / S. Yu. Datsuk. – M., 2013. – 22 p.
3. Khabarov S. A. Nekotoryie voprosy grazhdanskoi pravoob'iektnosti proizvodnykh finansovykh instrumentov i tsennykh bumag / S. A. Khabarov // *Grazhdanksoie pravo*. – 2015. – №5. – P. 42-45.
4. Wood P. R. Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, 2<sup>nd</sup> ed. / P. R. Wood. – London: Sweet & Maxwell, 2007. – 376 p.
5. Swan E. J. (ed.) *Issues in Derivative Instruments* / ed. by E. J. Swan. – The Hague: Kluwer, 1999. – 204 p.
6. Rainer G. *Derivativy i pravo: per. s nem.* / G. Rainer. Per.: Yu. M. Alekseev, O.M. Ivanov. – M.: Walters Kluwer, 2005. – 496 p.
7. Firth S. *Derivatives Law and Practice* / S. Firth, G. Hardy. – London: Sweet & Maxwell, 2003.
8. Henderson S. K. *Henderson on Derivatives*, 2<sup>nd</sup> ed. / ed. by S. K. Henderson. – London: LexisNexis, 2010. – 1281 p.
9. Soloviov D. V. *Pravovoie regulirovaniie obrashcheniia tsennykh bumag inostrannykh emitentov: sravnitelnyi analiz prava i praktiki Rossiyskoi Federatsii I Soedinennykh Shtatov Ameriki: Dis. ...kand. yurid. nauk* / D. V. Soloviov; Institut mezhdunarodnoho prava i ekonomiki im. A.S. Griboedova. – M., 2001. – 185 p.
10. Agapeieva E. V. *Tsennyie bumagi kak obiekty grazhdanskoho oborota po zakonodatel'stvu Rossii i SSHA (sravnitel'no-pravovoy aspekt): Dis. ...kand. yurid. nauk* / E. V. Agapeieva; Moskovskaya akademiya ekonomiki i prava. – M., 2006. – 176 p.
11. *Grazhdanksoie pravo. V 4 t. T.1: Obshchaya tchast'* / Pod red. E. A. Sukhanova. – M.: Walters Kluwer, 2007. – 720 p.
12. Ratnikov K. Yu. *Novyi sposob privatizatsii i prodazhi aktsiy rossiyskikh kompaniy i bankov za rubezhom. Amerikanskiie I globalnyie depozitarnyie raspiski* / K. Yu. Ratnikov. – M.: Statut, 2001. – 334 p.