# Розділ 9. МІЖНАРОДНЕ ПРАВО І ПОРІВНЯЛЬНЕ ПРАВОЗНАВСТВО

## *О. І. ВИГОВСЬКИЙ.* ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У СИСТЕМІ МІЖНАРОДНОГО ПРИВАТНОГО ПРАВА

*Досліджено теоретичні проблеми, пов'язані із визначенням місця інституту цінних паперів в міжнародному приватному праві. Визначено теоретико-методологічні засади інституціоналізації норм, що регулюють правовідносини випуску, розміщення та обігу цінних паперів, а також місце та структура інституту цінних паперів у системі міжнародного приватного права.*

***Ключові слова:*** *цінні папери; міжнародне приватне право; інститут права; колізійне регулювання; принцип найбільш тісного зв'язку.*

*Исследованы теоретические проблемы, связанные с определением места института ценных бумаг в международном частном праве. Определены теоретико-методологические предпосылки институционализации норм, регулирующих правоотношения выпуска, размещения и обращения ценных бумаг, а также место и структура института ценных бумаг в системе международного частного права.*

***Ключевые слова****: ценные бумаги; международное частное право; институт права; коллизионное регулирование; принцип наиболее тесной связи.*

*The theoretical problems connected with the identification of the place of the securities legal institute within the private international law are researched. The theoretical and methodological prerequisites for institutionalization of the legal provisions regulating relations of the issue, placement and distribution of securities, as well as the place and structure of the securities legal institute within the private international law are determined.*

***Key words****: securities; private international law; institute of law; conflict of laws regulation; the principle of the closest connection.*

На сьогоднішній день проблеми регулювання цінних паперів у міжнародному приватному праві не знайшли належного висвітлення на науковому рівні і не врегульовані на рівні національного законодавства. Уніфікаційні процеси у цій сфері також розвиваються надто повільними темпами, що не відповідає сучасному розвитку транскордонних операцій з цінними паперами на світових ринках.

Відсутність уніфікації правових механізмів обігу емісійних цінних паперів, на думку Д.В. Соловйова, пояснюється нерівномірним розвитком фондових ринків у різних державах та наявністю особливостей, які з часом переросли у певні правила та традиції здійснення операцій з цінними паперами[1]. На думку О.В. Кабатової, відсутність фундаментальних наукових досліджень у сфері колізійних аспектів операцій з цінними паперами пояснюється насамперед відсутністю донедавна необхідної передумови для виникнення колізійних проблем – іноземного елементу, який би призводив до зіткнення різних правопорядків[2]. Разом з тим, сьогодні ситуація докорінно змінилася: вихід вітчизняних емітентів на зарубіжні фондові ринки та дедалі більше зростання обсягів операцій з цінними паперами іноземних емітентів на українському фондовому ринку відносять вирішення

© *ВИГОВСЬКИЙ Олександр Ігорович* – кандидат юридичних наук, асистент кафедри міжнародного приватного права Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

колізійних питань у цій сфері до категорії першочергових завдань науки міжнародного приватного права.

В даній статті нашим завданням стане виділення теоретико-методологічних засад інституціоналізації правовідносин, що виникають з приводу випуску, розміщення та обігу цінних паперів, а також визначення місця та структури інституту цінних паперів в системі міжнародного приватного права.

Характерною рисою цивільних правовідносин, що врегульовані міжнародним приватним правом (міжнародних приватноправових відносин), є наявність іноземного елементу. Як слушно зазначає В.В. Кудашкін, «інституційна сутність іноземного елементу в приватному правовідношенні не в тому, що в його структурі з'являється ще один елемент, але що цей елемент являє собою правову форму зв'язків, які виникають між елементами правовідношення, які ускладнені іноземним елементом, та різними національними правовими системами»[3]. В доктрині міжнародного приватного права були виокремлені три основні види («іпостасі») іноземного елемента: суб'єкт правовідношення є іноземною фізичною чи юридичною особою, об'єкт правовідношення знаходиться за кордоном, юридичний факт, внаслідок якого виникає чи припиняється відношення, має місце за кордоном[4].

Наявність іноземного елемента, що обумовлює виникнення потреби в колізійно-правовому регулюванні обігу емісійних цінних паперів, проявляється щонайменш у наступних ситуаціях: а) коли цінні папери вітчизняного емітента, випуск яких зареєстрований за українським законодавством і первинне розміщення яких здійснювалося на території України, обертаються (знаходяться у власності іноземців) за кордоном; б) коли цінні папери іноземного емітента, випуск яких зареєстрований за законом іноземної держави, допущені та мають обіг на території України; в) коли цінні папери вітчизняного емітента повністю розміщуються та обертаються за кордоном («цільову аудиторію» випуску складають іноземні особи); г) коли цінні папери вітчизняного емітента, випущені та зареєстровані за законодавством України, знаходяться у власності іноземних фізичних чи юридичних осіб, що перебувають на українській території; д) коли цінні папери іноземного емітента знаходяться у власності українських фізичних чи юридичних осіб за межами України; е) коли іноземна депозитарна установа випускає депозитарні розписки на цінні папери вітчизняного емітента і розповсюджує їх серед іноземців.

В правовідносинах, що виникають з приводу неемісійних цінних паперів, іноземним елементом можуть бути ускладнені суб'єктний склад (наприклад, якщо вексель видається іноземцем на території України), змістові характеристики зобов'язання за цінним папером (наприклад, вексель може бути виданий на території України в іноземній валюті, або коносамент виданий українським судновласником при перевезенні вантажу до іноземної країни, або базовим активом за похідним цінним папером може виступати майно «іноземного походження»). Всі відповідні правовідносини належать до предметної сфери міжнародного приватноправового регулювання.

Об'єктом будь-якого правовідношення виступає реальне благо, на використання чи охорону якого спрямовані суб'єктивні права та юридичні обов'язки. В теорії міжнародного приватного права під його об'єктом зазвичай розуміється таке суспільне відношення, яке характеризується проявом юридичного зв'язку даного відношення з правопорядками двох чи більше держав[5]. Разом з тим, в док-

трині висувалася обгрунтована теза про необхідність виділення в рамках міжнародного приватного права і специфічних для цієї галузі колізійних правовідносин, які слід відмежовувати від цивільно-правових відносин з іноземним елементом[6]. Такі правовідносини спрямовані на забезпечення взаємодії різних національно-правових систем з метою забезпечення функціонування опосередкованих ними систем внутрішньодержавних відносин, мають специфічний суб'єктний склад (окрім безпосередніх учасників цивільно-правових відносин з іноземним елементом, він також включатиме суд як орган, що здійснюватиме застосування колізійної норми), характеризуються груповою цілісністю та видовою відокремленістю в рамках системи міжнародного приватного права. Отже, в механізмі колізійно-правового регулювання цінних паперів доцільно виділити спеціальні колізійні правовідносини, об'єктом яких виступатимуть цивільні правовідносини з приводу випуску, розміщення та обігу цінних паперів, структурні елементи яких ускладнені іноземним елементом в одній з указаних вище форм.

Сукупність правових норм (колізійних та матеріальних), які регулюють правовідносини з приводу цінних паперів, обтяжених іноземним елементом, на наш погляд, слід розглядати як окрему правову спільність, що має інституційно відокремлене значення в рамках системи міжнародного приватного права. В обгрунтування даної тези можна навести наступні міркування.

Матеріальною передумовою формування правового інституту є наявність такого різновиду суспільних відносин або кількох подібних за характером їх різновидів, які б об'єктивно вимагали здійснення правового регулювання комплексом виокремлених нормативних розпоряджень[7]. Сукупність нормативних приписів у сфері міжнародного приватноправового регулювання цінних паперів саме й характеризується такою формальною виокремленістю та предметною єдністю, що дозволяють говорити про їх інституціоналізацію в рамках системи міжнародного приватного права.

Групу уніфікованих універсальних та регіональних міжнародно-правових актів, повністю або частково присвячених регулюванню міжнародних аспектів обігу окремих видів цінних паперів, складають Гаазька конвенція про право, що застосовується до цінних паперів, які зберігаються у посередників 2002 р., Женевські вексельні конвенції 1930 р., Женевські чекові конвенції 1931 р., Брюссельська конвенція про уніфікацію деяких правил про коносамент 1924 р., Гамбурзька конвенція ООН про морське перевезення вантажів 1978 р., Конвенція Ради Європи про вето на цінні папери на пред'явника, які знаходяться в міжнародному обігу 1970 р., Конвенція Ради Європи про інсайдерську торгівлю 1989 р. В рамках ЄС поступово формується нормативний масив, який забезпечує загальні регуляторні стандарти у сфері допуску цінних паперів до торгівлі на фондових біржах, вимог розкриття інформації емітентами, принципи боротьби з використанням інсайдерської інформації на ринку цінних паперів, загальний порядок реєстрації та публікації проспектів емісій, а також єдині стандарти у сфері нагляду та контролю за діяльністю професійних учасників ринку цінних паперів.

В Україні відповідну нормативну базу утворюють положення Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. (зокрема, ст. 37), Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» від 30.10.1996 р., Закону України «Про обіг векселів в Україні» від 05.04.2001 р., Закону України «Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року, якою запроваджено Уніфікований закон про переказні векселі та прості векселі» від 06.06.1999 р.,

Закону України «Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року про врегулювання деяких колізій законів про переказні векселі та прості векселі» від 06.06.1999 р., Закону України «Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року про гербовий збір стосовно переказних векселів і простих векселів» від 06.06.1999 р., Кодексу торговельного мореплавства України від 23.05.1995 р. (ст. ст. 138-141), а також положення підзаконних нормативно-правових актів ДКЦПФР, валютного, акціонерного та банківського законодавств.

Водночас, слід зазначити, що на національному рівні існують істотні прогалини у сфері вирішення колізійних проблем випуску та обігу цінних паперів в цілому та їх окремих видів (груп, категорій), що стають очевидними при вивченні вітчизняного та іноземного законодавств. Розділ V Закону України «Про міжнародне приватне право» від 23.06.2005 р., який містить колізійні норми речового права, не передбачає спеціальної норми відносно цінних паперів. Відсутність колізійних норм, що безпосередньо регулюють право цінних паперів, на думку І.В. Гетьман-Павлової, є серйозним недоліком вітчизняного законодавства, що обумовлює необхідність застосування аналогії права та закону[8]. Аналогічний вакуум є характерним і для законодавств інших пострадянських держав, за винятком Естонії (§156 Закону Естонської республіки «Про загальні принципи Цивільного кодексу» 1994 р. містить окрему колізійну норму щодо закону, який має застосовуватися до цінних паперів). Законодавства інших зарубіжних країн або прямо виключають цінні папери зі сфери дії нормативних актів у сфері міжнародного приватного права (так, п. 1 ст. 37 Вступного Закону до Німецького цивільного кодексу від 18.08.1896 р. зазначає, що «приписи даного підрозділу [«Зобов'язальне право»] не застосовуються до зобов'язань з векселів, чеків та інших пред'явницьких чи ордерних цінних паперів, наскільки зобов'язання з цих цінних паперів виникають з їх використання в торговельному обігу»), або взагалі ігнорують відповідні питання. Винятком в цьому відношенні є лише національні кодифікації з міжнародного приватного права Швейцарії, Румунії, Угорщини, а також законодавство США.

Однак, незважаючи на те, що зовнішнє виділення правових норм в законі прийнято традиційно відносити до формальних ознак інституту права, на нашу думку, існуючі прогалини в кодифікованих зведеннях міжнародного приватного права не повинні вважатися підставою для відмови у визнанні інституційного характеру нормативного масиву, що регулює «міжнародні» цінні папери, на фоні дії інших факторів інституціоналізації (правовий інститут може характеризуватися і порівняно незначним обсягом нормативних приписів). В країнах англо-американської системи права прогалини в чинному законодавстві у цій сфері традиційно долаються судовою практикою та доктриною.

До інших системоутворюючих чинників інституту цінних паперів слід віднести наявність спільних прийомів і способів правового регулювання та усталеного понятійно-категоріального апарату і нормативного інструментарію, особливо у сфері транскордонної емісії цінних паперів та міжнародного вексельного обігу. Особливістю даного правового інституту є наявність змішаних прийомів регулювання, зокрема, щодо правовідносин з первинного розміщення та наступного обігу цінних паперів іноземних емітентів на території даної держави (вітчизняних емітентів за кордоном), що пояснюється наявністю у суб'єктному складі таких правовідносин, поряд з рівноправними суб'єктами, також публічних органів з

владними повноваженнями, та наявністю обширного масиву забороняючих та зобов'язуючих норм, особливо у сфері захисту прав інвесторів. Вказана специфіка є відображенням загальної тенденції до проникнення публічного елементу в цивільно-правову матерію з метою захисту найменш захищеної сторони в правовідносинах.

Дуалістичність правової природи цінного папера обумовлює міжгалузевий характер даного інституту, що відрізняється галузевою приналежністю одночасно і до речового, і до зобов'язального права. Окремим проявом такого положення виступає, зокрема, специфічний для даного інституту комплекс колізійних прив'язок, який включає як притаманні міжнародному речовому праву відсилання до права держави місцезнаходження документу (що, як правило, уточнюється часовим моментом його передачі чи набуття у власність), так і суто «зобов'язально-правові» за своїм характером прив'язки до місця виконання посвідченого цінним папером зобов'язання чи місцезнаходження зобов'язаної (емітента) чи управомоченої особи.

Структуру правового інституту становлять самостійні однопорядкові елементи – відносно відокремлені комплекси правових норм, які зазвичай іменуються субінститутами. В рамках інституту цінних паперів в міжнародному приватному праві можна виділити субінститути як спільності нормативних приписів, що забезпечують правове регулювання відносин у сфері випуску та розміщення емісійних цінних паперів, обігу цінних паперів на вторинному ринку, вчинення транскордонних забезпечувальних правочинів з цінними паперами, міжнародного вексельного обігу (цей субінститут відрізняється найбільш високим ступенем врегульованості в міжнародній практиці), обігу товаророзпорядчих цінних паперів, випуску та обігу єврооблігацій, депозитарних розписок. Критерієм запропонованої внутрішньоінституційної градації слід визнати змістову специфіку правовідносин, що виникають з приводу тієї чи іншої категорії цінних паперів або окремого аспекту їх існування в транскордонному просторі.

Місце інституту цінних паперів в міжнародному приватному праві визначає, зокрема, і застосування до вказаного об'єкту колізійного регулювання загальногалузевих принципів формування змісту колізійних норм, найвизначнішим серед яких є принцип найбільш тісного зв'язку – основоположне начало міжнародного приватноправового регулювання. Цей принцип, в ідеалі, має лежати в основі будь-якої об'єктивної колізійної норми, оскільки вона має вказувати на ту правову систему, з якою правовідношення тісніше за все пов'язане.

Проте, доцільність використання даного принципу щодо правовідносин у сфері міжнародного обігу цінних паперів поділяється не всіма дослідниками. Найпослідовнішим критиком використання принципу найбільш тісного зв'язку у відношенні цінних паперів є О.В. Кабатова, яка говорить про «зниження визначеності та передбачуваності регулювання» при його застосуванні, у той час, як «на відміну від договірних відносин з «іноземним елементом» чи «іноземних деліктів» (деліктів з «іноземним елементом») угоди на фондових ринках в силу їх обсягу та швидкості здійснення вимагають іншого «ступеня визначеності»[9].

Водночас, як слушно зазначає А.С. Довгерт, недоліком побудови колізійного регулювання на основі розгалуженої системи «об'єктивних» колізійних норм є те, що охопити ними всі правові ситуації неможливо, а також те, що за конкретних фактичних обставин вони можуть викривляти принцип найтіснішого зв'язку[10]. Сфера обігу цінних паперів, на нашу думку, є яскравим підтвердженням даного

міркування. Так, застосування колізійного принципу *lex situs* у «чистому» вигляді неможливо навіть до цінних паперів з матеріальною формою існування, а для застосування до бездокументарних та знерухомлених паперів він не придатний зовсім. В інших правовідносинах щодо цінних паперів зв'язок з конкретною національно-правовою системою також може бути неочевидним, у зв'язку з чим виникає необхідність у виробленні диференційованої системи презумпцій. Пошук адекватного об'єктивного колізійного правила неможливий без застосування принципу найбільш тісного зв'язку. Механістичне застосування усталених догматичних підходів без врахування можливих наслідків тільки ускладнить цю і без того непросту сферу міжнародних приватних правовідносин. Використання принципу найбільш тісного зв'язку та принципу *lex beningnitatis* (останній відіграє важливу роль у сфері захисту прав інвестора) дозволить забезпечити необхідний рівень гнучкості при адаптації колізійно-правового регулювання у сфері суспільних відносин, що стрімко змінюються.

**1.** *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. – М., 2001. – С. 75. **2.** *Кабатова Е.В.* Коллизионное право и ценные бумаги. Гаагская конвенция 2002 года о ценных бумагах // Хозяйство и право. – 2006. – № 3. – С. 127. **3.** *Кудашкин В.В.* Теоретические аспекты института иностранного элемента в правовом отношении // Государство и право. – 2007. – № 9. – С. 14. **4.** *Звеков В.П.* Международное частное право: Курс лекций. – М.: Норма-Инфра М, 1999. – С. 10-11. **5.** *Ануфриева Л.П.* Международное частное право: В 3-х т. Т. 1. Общая часть: Учебник. – М.: БЕК, 2000. – С. 62. **6.** *Кудашкин В.В.* Коллизионные правоотношения в международном частном праве // Государство и право. – 2006. – № 2. – С. 54. **7.** *Яроцький В.Л.* Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції). – Х.: Право, 2006. – С. 323-324. **8.** *Гетьман-Павлова И.В.* Коллизионное регулирование оборота ценных бумаг // Банковское право. – 2007. – № 5. – С. 25. **9.** *Кабатова Е.В.* Коллизионное право и ценные бумаги. Гаагская конвенция 2002 года о ценных бумагах // Хозяйство и право. – 2006. – № 3. – С. 129. **10.** *Проблеми* правового регулювання комерційних відносин в умовах їх інтернаціоналізації: Колективна монографія / За заг. ред. О.Д. Крупчана. – Тернопіль: Підручники і посібники, 2007. – С. 29.