

УДК 347.457

## ЕМІСІЯ ЯК СТАДІЯ НАБУТТЯ ОБЛІГАЦІЄЮ ЦИВІЛЬНОЇ ОБОРОТОЗДАТНОСТІ

### THE ISSUE OF BOND AS A STAGE OF BEGINNING OF ITS TRADABILITY

**Міндарьова М.Ю.,**

*здобувач кафедри цивільного права № 2*

*Національного юридичного університету імені Ярослава Мудрого*

Автор досліджує емісію цінних паперів як стадію набуття облигацією цивільної оборотоздатності. Характеризуються етапи емісії, визначаються моменти виникнення облигації та права власності на неї. Аналізуються приватно-правові та публічно-правові аспекти емісії.

**Ключові слова:** цінні папери, облигації, емісія, юридичний факт.

Автор исследует эмиссию ценных бумаг как стадию приобретения облигацией гражданской оборотоспособности. Характеризуются этапы эмиссии, определяются моменты возникновения облигации и права собственности на нее. Анализируются частно-правовые и публично-правовые аспекты эмиссии.

**Ключевые слова:** ценные бумаги, облигации, эмиссия, юридический факт.

The author researches issue of securities as a stage of beginning of bond's tradability. The stages of issue are characterized and the moment of bond creation as well as moment of arising the right of property on it is determined. It's analyzed the private legal and public legal aspects of bonds issuer.

**Key words:** securities, bonds, bond issue, legal fact.

Облігація є одним з найменш досліджених у вітчизняній юридичній літературі цінних паперів. Водночас, активний розвиток фондового ринку, а також поширення використання облігацій у сфері інвестиційної діяльності, будівництві та інших сферах суспільного виробництва вимагає їх глибокого наукового розгляду, зокрема з позицій набуття ними цивільної оборотоздатності, що сприятиме вирішенню конкретних питань практики правозастосування та створенню передумов для поглиблення наукових досліджень у цій сфері. Момент набуття облігацією оборотоздатності визначає можливість вчинення щодо неї правочинів, а тому є принципово важливим для стабільності цивільного обороту та юридичної забезпеченості відповідних дій з такими цінними паперами.

Розгляду особливостей цивільного обороту облігацій присвятили праці такі вітчизняні та зарубіжні вчені, як М. М. Агарков, К. М. Амбарцумян, С. С. Алексєєв, В. А. Белов, Т. В. Бобко, Т. В. Боднар, М. І. Брагінський, А. М. Ісаєв, М. Ф. Казанцев, І. С. Канзафарова, Н. С. Кузнецова, Г. П. Кухарева, С. В. Лялін, Н. І. Майданик, Р. А. Майданик, С. О. Потрєбний, О. В. Розгон, В. М. Слома, І. В. Спасибо-Фатєєва, О. О. Федоришин, Є. С. Філіпенко, В. П. Янишен, І. В. Яремова, В. Л. Яроцький та інші.

**Метою статті** є проведення наукового аналізу порядку набуття облігацією цивільної оборотоздатності та дослідження природи процедури емісії облігацій.

Початком оборотоздатності облігації є здобуття нею статусу об'єкта правовідносин, що на нашу думку, визначається двома обставинами – створенням облігації та, у зв'язку з цим, виникнення на неї прав першим власником, тобто особою, яка створила облігацію або особою на замовлення (на вимогу) якої створено облігацію.

Враховуючи те, що облігація є емісійним цінним папером, її створення відбувається в межах специфічної процедури – емісії [1, с. 1106]. З цього приводу слід зазначити, що в юридичній літературі наразі не існує єдиного бачення природи наведеного процесу. Думки вчених розійшлися у зв'язку з чим їх можна поділити на два концептуальних бачення. Перші розглядають емісію як односторонній правочин. Одним з представників цього напрямку вважається російський вчений М. І. Брагінський [2, с. 13], а інші – як сукупність односторонніх та багатосторонніх правочинів й актів органів публічної адміністрації спрямованих на випуск цінних паперів. Серед вітчизняних вчених позиція підтримується, зокрема О. М. Перверзевим та Е. С. Филипенко [3, с. 403].

Питання природи емісії облігацій повною мірою розкривається положеннями законодавства, зокрема статтею 28 Закону України «Про цінні

папери та фондовий ринок». Наведене положення закріплює етапи емісії цінних паперів при їх приватному та публічному розміщеннях. Концептуальною різницею двох зазначених видів емісії є відсутність певних етапів, що пов'язується з розміщенням облігацій серед визначеного або заздалегідь невизначеного кола суб'єктів. В загальному вигляді зазначену процедуру можна поділити на декілька стадій кожна з яких складається з певних етапів. В цілому стосовно облігацій можна умовно виокремити чотири стадії:

- 1) прийняття рішення про розміщення облігацій та здійснення підготовчих дій;
- 2) реєстрація випуску облігацій та присвоєння їм міжнародного ідентифікаційного номера;
- 3) вчинення дій із забезпечення обслуговування випуску облігацій та затвердження результатів розміщення;
- 4) реєстрація звіту про результати розміщення облігацій та її оформлення.

Як ми зазначили, кожна з наведених стадій характеризується окремим етапами, що є самостійним завершеними діями або сукупністю дій (операціями), спрямованими на досягнення певної мети. На першій стадії емітент приймає рішення про розміщення облігацій, складає необхідні документи за обраними видами облігацій (проспект емісії або умови розміщення) та укладає попередні договори з андеррайтером (у разі потреби), а також з депозитарієм щодо обслуговування емісії цінних паперів. Завершується перша стадія подачею до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку документів для реєстрації випуску облігацій. Друга стадія емісії характеризується діями виключно зазначеної Комісії, яка, отримавши документи від емітента, реєструє проспект емісії, видає тимчасове свідоцтво про реєстрацію випуску облігацій та присвоює їм міжнародний ідентифікаційний номер. На третій стадії емітент на виконання попередніх договорів з андеррайтером та депозитарієм укладає з ними основні договори на обслуговування емісії облігацій, а також розкриває інформацію, що міститься у проспекті емісії облігацій, укладає договори з першими власниками. Після завершення зазначених дій емітент затверджує результати розміщення цінних паперів і подає до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення облігацій у зв'язку з чим натупає четверта і остання стадія емісії облігацій. На останній стадії зазначена Комісія проводить реєстрацію звіту про результати розміщення, що фактично надає облігаціям оборотоздатності, а також видає емітенту свідоцтво про реєстрацію випуску цінних паперів й розкриває інформацію, що міститься у звіті про результати розміщення [4, с. 28].

Зазначені особливості емісії цінних паперів, на нашу думку, значно послаблюють позиції її розгляду як правочину. Зокрема, відповідно до загальноприйнятої в юридичній літературі і відображеної в положеннях цивільного законодавства думки правочин породжує цивільні права та обов'язки [5, с. 112; 6, с. 60]. За наведеною ознакою правочин завжди є юридичним фактом, тобто конкретною життєвою обставиною з якою пов'язується виникнення, зміна та припинення прав і обов'язків (правовідносин) [7, с. 61]. Крім того, правочин завжди є юридичним фактом-дією, оскільки є формою активної поведінки учасників цивільного обороту [8, с. 30]. При цьому як вбачається з наведених стадій емісії цінних паперів її розгляд з окресленої позиції може відбуватися лише у фрагментарному значенні, адже якщо це правочин, то він являє собою не одну дію, а їх сукупність.

Більше того, в обраному ракурсі аналізу емісії облігацій як правочинів виникає ще одне питання – його форми. На двох з чотирьох окреслених нами стадій емісії облігацій емітент вчиняє певні дії договірної або одностороннього характеру, що оформлюються різним способом. Ми підтримуємо існуюче в юридичній літературі широке тлумачення письмової форми правочину, яка може мати і електронний вигляд [9, с. 299], що не впливає на її можливості у фіксації певних обставин, однак в аспекті емісії бездокументарних облігацій форма фіксації відповідного правочину є досить різною навіть в межах його письмової складової, адже по суті цей процес пов'язаний як зі складанням паперових документів так і електронних. В цілому окреслене дозволяє стверджувати, що з позиції розгляду емісії облігацій як правочину його бачення є занадто фрагментарним і розрізненим, а окремі дії в рамках всього процесу мають ознаки самостійних правочинів, як наприклад, укладення договорів з депозитарієм та андеррайтером.

Враховуючи зазначене, вважаємо обґрунтованою думку, висловлену вітчизняними вченими О. М. Переверзевим та Е. С. Филипенко, відповідно до якої в рамках емісії правові наслідки породжуються не лише діями емітента, але й іншими юридичними фактами. Такими юридичними фактами є державна реєстрація випуску цінних паперів, придбання цінних паперів інвесторами, укладення договорів з метою реалізації цінних паперів, державна реєстрація звіту про результати випуску цінних паперів. Враховуючи зазначене, вчені вважають за доцільне розглядати емісію цінних паперів в якості складного юридичного складу, що є сукупністю різnorідних юридичних фактів. Відсутність будь-якого юридичного факту в такому складі перешкоджає спричиненню наслідків емісії та досягнення поставленої мети [3, с. 403].

Доповнюючи цю позицію слід зазначити, що такий фактичний склад, в цілому перебуває в межах приватноправових відносин, однак деякі його елементи поглиблюються в адміністративно-правову сферу. Наприклад, такі дії Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку як реєстрація випуску цінних паперів та звіту про результати їх розміщення є юридичними фактами у сфері цивільних правовідносин, адже при реєстрації звіту облігації набувають цивільної оборотоздатності, хоча сам процес розгляду поданих емітентом документів є в чистому вигляді адміністративною процедурою. По-перше, відносини між емітентом та Комісією з цього приводу не мають ознак рівності, характерних приватним правовідносинам. По-друге, розгляд Комісією поданих емітентом документів є нічим іншим як визначеним законодавством порядком підготовки й прийняття рішень та вчиненням дій суб'єктами владних повноважень, а тому є в чистому вигляді адміністративним провадженням [10, с. 29]. З такої точки зору емісія цінних паперів означає встановлену послідовність дій емітента щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів, що об'єднуються в низку етапів й утворюють процедуру. Порушення процедури, як і властиво адміністративно-правовим відносинам, спричиняє наслідок у формі відмови в реєстрації проспекту емісії та випуску цінних паперів, призупинення розміщення, та у разі несвоєчасного усунення порушення, визнання емісії недійсною [11].

Відповідне бачення емісії відображене і в статті 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Акти органів державної влади досить часто розглядаються в юридичній літературі в якості юридичних фактів, зокрема й ті, що пов'язані з реєстрацією, наприклад реєстрацією суб'єктів підприємницької діяльності або прав на нерухоме майно [12, с. 136]. З цього приводу Т. В. Бобко навіть виокремлює такий різновид правочинів як реєстраційні наслідком вчинення яких може бути внесення відповідних записів до реєстрів або вчинення інших реєстраційних дій [5, с. 116; 6, с. 62]. Разом із тим, беззаперечним є той факт, що ототожнення дій відповідних суб'єктів владних повноважень з правочиним не позбавляє їх ознаки односторонності, а тому в рамках всієї процедури емісії облігації такі дії можна вважати лише одностороннім правочиним відповідного органу, а не Комісії, що також унеможливує розгляд всього процесу емісії як одного складного правочину.

Таким чином, в світлі проведеного аналізу вбачається, що набуття облігацією цивільної оборотоздатності, яке є характерним для першого етапу цивільного обороту, передбачає, як ми і зазначили,

дві умови – виникнення об'єкта правовідносин і виникнення прав на нього.

Виникнення облігації як об'єкта цивільного правовідношення і квазіречі відбувається на другій стадії емісії відповідного випуску облігації, а саме на етапі або навіть в момент реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску облігацій і присвоєння їм міжнародного ідентифікаційного номера. Як справедливо зазначають з цього приводу О. М. Переверзев та Е. С. Филипенко, аналізуючи особливості цивільного обороту бездокументарних акцій: «... що ж підлягає розміщенню в процесі емісії цінних паперів, якщо акція як оборотоздатний об'єкт права ще не виникла? Саме тому слід погодитися з думкою, що акції виникають в момент державної реєстрації випуску акцій» [3, с. 404]. Це твердження є застосовним і до облігацій.

Що стосується набуття права власності на облігації як другий обов'язковий елемент набуття нею оборотоздатності, то з цього приводу слід зазначити, що на нашу думку цивільна оборотоздатність будь-якого об'єкта цивільних правовідносин розпочинається з набуття права власності на нього. Будь-то права, речі або цінні папери, вони можуть перебувати в цивільному обороті тільки тоді, коли є певний суб'єкт, який може реалізувати стосовно зазначеного об'єкта правомочності володіння, користування та розпорядження, тобто є його власником. Якщо об'єкт правовідносин не має власника, то в такому разі відсутня юридична можливість вчинення правочинів з відчуження щодо нього, а тому неможливим є і його вільний обіг. Навіть якщо говорити про безхазяйні речі, то їх цивільна оборотоздатність є обмеженою, адже до моменту набуття права власності на таку річ особою за набувальною давністю в порядку, передбаченому положеннями законодавства, її відчуження не відбувається на достатній правовій підставі.

Як зазначає М. М. Агарков, факт складання цінного паперу сам по собі не означає наміру особи, яка його склала, створити в особі кого-небудь те право, що виражене в ній. Така особа може мати на увазі складення документа для того, щоб передати його першому власнику не безпосередньо за виготовленням, а пізніше [13, с. 118]. З цього приводу можна задатися коректним питанням, яким же правочином є створення облігацій, якщо він не породжує відносин між емітентом та іншими особами. З іншого боку таке створення не можна не вважати правочином, адже фактично воно означає виникнення нового об'єкта цивільного обороту. І якщо підтримувати концепцію, що облігація є документом, незалежно від того чи є такий документ електронним або паперовим, то в такому разі по-

ложення статті 331 ЦК України чітко говорить нам про те, що право власності на новостворену річ виникає у особи, яка її виготовила (створила), якщо інше не передбачено договором або законом [14, ст. 331]. Враховуючи зазначене, прирівняння моменту створення облігацій до моменту реєстрації їх випуску і присвоєння їм міжнародного ідентифікаційного номера фактично означає, що в зазначений момент у емітента виникають і права власності на такі облігації. Саме в цей момент виправдовує себе повністю обґрунтоване розмежування прав на цінний папір та прав з цінного паперу, адже відсутність такої позиції повністю унеможливує оборотоздатність облігацій в окресленому ракурсі емісії, як ми розглянули. Позикове правовідношення, посвідчене облігацією, мало б припинитися в момент його виникнення, а моментом його виникнення був би момент набуття права власності емітентом на облігацію. Тобто, з моменту реєстрації випуску цінних паперів емітент, будучи особою, яка створила нову річ, набував би права на цінний папір та за цінним папером, однак в силу того, що облігація підтверджує позикове зобов'язання між емітентом та власником облігації, в такому разі, набуваючи права на цінний папір, а тому і права за цінним папером, емітент би ставав кредитором самого себе або з іншого боку – боржником самому собі, а тому відповідне боргове зобов'язання мало б припинитися автоматично на підставі статті 606 ЦК України поєднанням боржника і кредитора в одній особі [14, ст. 606] у зв'язку з чим відповідна облігація мала б вважатися погашеною і такою, що не підлягає подальшому обігу. Саме тому перебування облігації у власності емітента не є традиційним поєднанням боржника і кредитора в одній особі, адже набуття права вимоги за облігацією відбувається не автоматично, а через саму облігацію як річ.

**Висновки.** Зважаючи на вищевикладене ми вважаємо, що момент завершення емісії облігації є наданням їй повної цивільної оборотоздатності, тобто можливості переходити у власність від емітента до інших учасників правовідносин, однак як облігація так і права власності на неї виникають у емітента в момент реєстрації випуску і присвоєння їй міжнародного ідентифікаційного номера.

Враховуючи зазначене, розуміння першого власника в положеннях законодавства, зокрема Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» (пункт 11 частини першої статті 1) як особи, яка набула права власності на цінні папери безпосередньо від емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, чи андерайтера [4, ст. 1] є умовним, адже першим власником цінного паперу є емітент або особа, яка його створює. Інше прямо заперечує основним засадам права влас-

ності та природі набуття об'єктом правовідносин цивільної оборотоздатності, адже емітент не може розпоряджатися облігаціями, якщо вони йому не належать.

При цьому слід відмітити, що частиною сьомою статті 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що обіг облігацій дозволяється після реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення облігацій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій. Однак,

враховуючи те, що поняття обігу в розумінні зазначеного Закону є вузьким за поняття цивільного обороту облігацій і охоплює лише правочини, що вчиняються з облігаціями на вторинному ринку, то це не вступає в протиріччя з висловленою нами позицією, що цивільна оборотоздатність облігації виникає до реєстрації звіту про результати розміщення облігацій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій. Специфікою є те, що до такої реєстрації перший власник не може реалізувати правомочність розпорядження облігацією.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Яроцький В. Л. Особливості виникнення особистих немайнових та майнових відносин / В. Л. Яроцький // Форум права. – 2012. – № 4. – С. 1103-1107 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до журн.: <http://arhive.nbuv.gov.ua/e-journals/FP/2012-4/12jvltmp.pdf>.
2. Брагинский М. И. Договорное право: общие положения / М. И. Брагинский, В. В. Витрянский. – М.: Статут. 1997. – 682 с.
3. Переверзев А. Н. Проблемы определений выпуска (эмиссии) и обращения акций / А. Н. Переверзев, Е. С. Филипенко // Митна справа. – 2012. – № 6 (84). – Ч. 2., Кн. 2. – С. 400-407.
4. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 року № 3480-IV // Відом. Верхов. Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268 (зі змінами).
5. Бобко Т. Деякі проблеми поняття та наслідків правочину / Т. Бобко // Вісн. Акад. прав. наук України. – 2011. – № 1 (64). – С. 107-116.
6. Бобко Т. В. Поняття і наслідки правочину: проблеми теорії та практики / Т. В. Бобко // Бюл. М-ва юстиції України. – 2010. – № 12. – С. 56-63.
7. Кутателадзе О. Д. Категорія «юридичні факти» та підстави виникнення зобов'язань за цивільним законодавством України / О. Д. Кутателадзе // Митна справа. – 2005. – № 4. – С. 59-63.
8. Кикоть Г. Проблема класифікації юридичних фактів у сучасній теорії права / Г. Кикоть // Право України. – 2003. – № 7. – С. 29-32.
9. Кухарева Г. П. Форми правочинів / Г. П. Кухарева // Вісн. Харків. нац. ун-ту внутр. справ. – 2006. – Вип. 32. – С. 298-302.
10. Весельська Т. Адміністративні процедури та їх індивідуально-регламентуючий характер / Т. Весельська // Вісн. Вищ. адмін. суду України. – 2009. – № 2. – С. 25-30.
11. Миколишин М. Емісія облігацій в активізації емісійної політики банків / М. Миколишин // Демократичне врядування. – 2011. – Вип. 8. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до журн.: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/DeVr\\_2011\\_8\\_22.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/DeVr_2011_8_22.pdf).
12. Кутателадзе О. Д. До питання про визначення підстав виникнення цивільних прав і обов'язків / О. Д. Кутателадзе // Університетські наук. записки. – 2005. – № 3 (15). – С. 133-136.
13. Агарков М. М. Избранные труды по гражданскому праву. В 2 т. / М. М. Агарков. – М.: Центр ЮрИнфоР, 2002. – Т. 1. – 490 с.
14. Цивільний кодекс України: за станом на 01 березня 2015 року // Відом. Верхов. Ради України – 2003. – № 40-44. – Ст. 356.