

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет правничих наук
Кафедра приватного права

Магістерська робота

освітній ступінь – магістр

на тему: **«ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ОПЦІОНУ»**

«LEGAL REGULATION OF THE OPTION»

Виконала: студентка 2-го року навчання,
Спеціальності
081 Право

Демків Марта Олегівна

Керівник Посполітак В.В.
кандидат юридичних наук, доцент

Рецензент _____

Магістерська робота захищена з оцінкою

Секретар ЕК _____

«__» _____ 20 ____ р.

Київ – 2025

Декларація академічної доброчесності студентки НаУКМА

Я, Демків Марта Олегівна, студентка 2-го року навчання магістерської програми за спеціальністю «ОВТ Фраво» факультету правових наук, адреса електронної пошти: to.detkiv@ukma.edu.ua

- підтверджую, що написана мною магістерська робота на тему: «Фраове регулювання опціону» відповідає вимогам академічної доброчесності та не містить порушень, передбачених пунктами 3.1.3 - 3.1.6 Золотенка про академічну доброчесність здодувачів НаУКМА від 07.03.2018 року, зі змістом якого я ознайомена;
- підтверджую, що надана мною електронна версія роботи є остаточною і готовою до перевірки;
- згодна на перевірку моєї роботи на відповідність критеріям академічної доброчесності, у будь-який спосіб, зокрема порівняння змісту роботи та формування звіту подібності за допомогою електронної системи Ілісхеск;
- даю згоду на архівування моєї роботи в репозитаріях та базах даних університету для порівняння цієї та майбутніх робіт.

08.05.2025

Демків

Демків М.О.

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ	4
ВСТУП.....	8
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВА ХАРАКТЕРИСТИКА ОПЦІОНУ ...	12
1.1. Загальна правова характеристика опціону.	12
1.2. Місце опціону у системі фінансових інструментів.	21
1.3. Класифікація опціонів.....	29
РОЗДІЛ 2. НАЦІОНАЛЬНЕ ТА МІЖНАРОДНЕ ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ОПЦІОНУ	36
2.1. Міжнародна практика регулювання опціону.	36
2.2. Особливості національного правового регулювання опціонів.....	56
2.3. Шляхи удосконалення правового регулювання опціону.	70
ВИСНОВКИ	78
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	84

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

- EMIR — Регламент (ЄС) № 648/2012 Європейського Парламенту та Ради від 4 липня 2012 року «Про деривативні контракти, укладені поза організованим ринком, центральних контрагентів і торгові репозиторії».
- ESMA — Європейське управління з цінних паперів та ринків (*англ.* European Securities and Markets Authority)
- ISDA — Міжнародна асоціація свопів та деривативів (*англ.* International Swaps and Derivative Association).
- MiFID — Директива № 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 року «Про ринки фінансових інструментів та організовані товарні ринки та про внесення змін до Директив Ради №№ 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС і Директиви № 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради та припинення дії Директиви Ради № 93/22/ЄЕС».
- MiFID II — Директива № 2014/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 року «Про ринки фінансових інструментів та про

внесення змін до Директиви № 2002/92/ЄС та Директиви № 2011/61/ЄС».

- МiFIR — Регламент (ЄС) № 600/2014 Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 року «Про ринки фінансових інструментів та про внесення змін до Регламенту (ЄС) № 648/2012».
- Абз. — абзац.
- БТМ — багатосторонній торговельний майданчик (визначення викладено у п. 7 ч. 1 ст. 2 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки).
- Генеральна угода ISDA — Генеральна угода [про визначення умов, що застосовуються до операцій з деривативами] Міжнародної асоціації свопів та деривативів (*англ.* ISDA Master Agreement).
- ДКЦПФР — Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.
- ЄДР — Єдиний державний реєстр юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань.
- ЄС — Європейський Союз.
- Закон № 1984-VIII — Закон України від 23.03.2017 року № 1984-VIII «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо корпоративних договорів».

- Закон про господарські товариства — Закон України від 19.09.1991 року № 1576-XII «Про господарські товариства».
- Закон про оподаткування прибутку підприємств — Закон України від 28.12.1994 № 334/94-ВР «Про оподаткування прибутку підприємств».
- Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки — Закон України від 23.02.2006 року № 3480-IV «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (набрав чинності 01.07.2021 року).
- Закон про ТОВ та ТДВ — Закон України від 06.02.2018 року № 2275-VIII «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю».
- Закон про цінні папери та фондовий ринок — Закон України від 23.02.2006 року № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок» (попередня редакція Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки).
- ЗК України — Земельний кодекс України.
- НБУ — Національний банк України.
- НКЦПФР — Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.
- ОТМ — організований торговельний майданчик (визначення викладено у п. 35 ч. 1 ст. 2 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки).
- П. — пункт.
- ПК України — Податковий кодекс України.

- Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів — Постанова Кабінету Міністрів України від 19.04.1999 р. № 632 «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів».
- Регламент № 549/2013 — Регламент (ЄС) № 549/2013 Європейського Парламенту та Ради від 21 травня 2013 року «Про Європейську систему національних та регіональних рахунків в Європейському Союзі».
- Рішення НКЦПФР № 879 — Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10.08.2023 року № 879 «Про затвердження Положення щодо здійснення професійної діяльності з організації торгівлі фінансовими інструментами».
- С. — сторінка.
- Ст. — стаття.
- Словник термінів ISDA — Словник термінів Міжнародної асоціації свопів та деривативів, видання 2006 року (*англ.* 2006 ISDA Definitions).
- США — Сполучені Штати Америки.
- ЦК України — Цивільний кодекс України.
- Ч. — частина.

ВСТУП

Стрімкий розвиток ринкової економіки чинить значний вплив на сучасне суспільство. Така динаміка становить суттєвий виклик для законодавця, який має виявляти гнучкість та оперативність у здійсненні правового регулювання суспільних відносин, що виникають внаслідок такого розвитку. Потреба «встигати» за мінливим економічним середовищем стає ледь не головним його завданням, оскільки єдиною альтернативою є допущення утворення прогалин у правовому регулюванні.

Яскраво ілюструє викладену тезу ситуація, що склалася на ринку деривативних інструментів в Україні. Станом на сьогодні рівень його розвитку залишається низьким, про що свідчать статистичні дані за 2021-2024 роки, оприлюднені НКЦПФР [1, с. 3-4] [2] [2] [4]. Зокрема, інформаційні довідки НКЦПФР за періоди після 2021 року не містять жодної інформації про використання деривативних фінансових інструментів.

Цьому є низка причин, а саме:

- надзвичайно низький ступінь наукової розробки концепції опціону,
- відсутність до 2021 року як у законодавця, так і серед науковців-правників чіткого розуміння цього поняття, незважаючи на поступове поширення опціонів на українському ринку.

Ця теза спирається, зокрема, на той факт, що до 2021 року визначення «опціону» як самостійного фінансового інструмента не існувало ані на законодавчому, ані на доктринальному рівні, всупереч його застосуванню законодавцем упродовж більш ніж десятиліття.

- перебування системного спеціального законодавства на етапі формування,
- відсутність сталої судової практики,

– необізнаність суб'єктів господарювання з концепцією деривативних фінансових інструментів або зумовлена вищезгаданими факторами невпевненість у безпечності регулювання відносин згідно з українським законодавством, які призводять до небажання цих суб'єктів здійснювати пов'язані правочини тощо.

Комплексний аналіз перелічених причин низького розвитку ринку деривативних інструментів дозволяє виснувати, що вони беруть початок або є пов'язаними з правовим регулюванням опціону, тобто «здійснюваний державою за допомогою всіх юридичних засобів владний вплив на суспільні відносини¹ з метою їх упорядкування, закріплення, охорони і розвитку» [5, с. 165].

Таким чином, наразі правове регулювання опціонів як деривативних контрактів є недостатнім, а його доктринальне дослідження фрагментарним.

Як наслідок, український ринок деривативних інструментів залишається непривабливим для інвесторів, які не бачать тут ані поточних можливостей, ані перспектив для майбутнього розвитку.

Отже, **актуальність дослідження** зумовлена необхідністю вивчення правового регулювання опціону та визначення його недоліків для формування адекватного регулювання деривативних інструментів. Будь-яка невизначеність у регулюванні опціонів стримує розвиток цього інструмента та створює ризики для учасників ринку.

Його метою є дослідити правове регулювання опціону в Україні, ЄС та окремих країнах, виявити його проблемні аспекти та запропонувати шляхи можливого реформування такого регулювання в Україні, зокрема для полегшення інтеграції українського ринку деривативних контрактів у європейський.

Відповідно до мети були поставлені такі **завдання дослідження**:

1. надання загальної правової характеристики опціону;
2. визначення місця опціону в системі фінансових інструментів;

¹ Тут: відносини пов'язані з укладенням опціонів.

3. здійснення аналізу правового регулювання опціону на міжнародному рівні та рівні ЄС;
4. здійснення аналізу правового регулювання опціону в Сполученому Королівстві, США та Сінгапурі;
5. здійснення аналізу правового регулювання опціону в Україні;
6. визначення проблем правового регулювання опціону;
7. формулювання шляхів вирішення виявлених проблем правового регулювання опціону.

Об'єктом дослідження є суспільні відносини, що виникають у рамках правового регулювання опціону, зокрема у зв'язку з його укладенням, виконанням та припиненням.

Предметом дослідження є акти міжнародного та національного законодавства, теоретичні дослідження у частині регулювання опціону – деривативного контракту.

Теоретичну основу складають праці таких науковців як К.Б. Дудорова, А.О. Згама, Ю.В. Мица, І.В. Патерило, І.М. Товкун, Д.С. Трофименко, І.Г. Цуняк.

Слід зауважити недостатню *глибину досліджень* обраної теми в українській доктрині. Так, науковці, що здійснюють вивчення інструмента «опціону», концентруються лише на певних аспектах його правового регулювання замість проведення комплексного аналізу.

Зважаючи на особливості мети та поставлених завдань, у ході роботи було застосовано такі загальнонаукові **методи дослідження**:

- аналітичний – для здійснення аналізу концепції «опціону», зокрема розробки системи критеріїв, відповідно до яких оцінюється досліджуване поняття;
- синтезу та аналізу – застосований у ході аналізу міжнародного та національного законодавства, судових рішень вітчизняних та іноземних судів;
- герменевтичний – для тлумачення поняття «опціону» та пов'язаних із ним термінів, зокрема «деривативний контракт», «фінансовий інструмент» тощо;

- феноменологічний – застосований з метою вивчення поняття «опціону» як самостійного феномену в контексті сучасної правової дійсності;
- діалектичний – використаний в частині аналізу процесу розвитку поняття «опціону» та для встановлення його сутності;
- статистичний – з метою вивчення динаміки подання до вітчизняних судів позовів, пов'язаних з опціонами.

Окрім перелічених вище загальнонаукових методів правових досліджень, було використано також спеціально-наукові:

- формально-юридичний – застосований при аналізі нормативно-правового матеріалу;
- порівняльного правознавства – використаний у ході здійснення порівняльного аналізу правового регулювання опціону на міжнародному рівні, в окремих іноземних державах та Україні.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВА ХАРАКТЕРИСТИКА ОПЦІОНУ

1.1. Загальна правова характеристика опціону.

1.1.1. *Поняття опціону.*

Формування загальної правової характеристики опціону можливе лише за умови визначення його поняття, аналізу його основних елементів, з'ясування ключових ознак та властивостей.

Необхідно зазначити, що опціон є насамперед економічною конструкцією. Комплексний аналіз відповідної економічної літератури [6, с. 43] [7, с. 62-63] [8, с. 33] дозволяє виснувати, що серед економістів немає сформованого єдиного поняття опціону й існує плутанина щодо коректного правового регулювання інструменту. Зокрема, зауважу, що в аналізованих джерелах опціон визначають як «фінансовий інструмент», «дериватив», «деривативний контракт», «цінний папір», що буде повторно адресовано у наступних підрозділах дослідження.

У правовому контексті основним нормативно-правовим актом, який регулює правові відносини, пов'язані з опціоном, є Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки. У цьому ж акті, у ч. 3 ст. 33, закладено, на мій погляд, найбільш чітке та актуальне визначення поняття «опціону» в українському законодавстві:

Опціон – це деривативний контракт, що укладається на організованому ринку або поза ним, за яким одна сторона зобов'язується у разі пред'явлення вимоги іншою стороною у майбутньому продати базовий актив² іншій стороні (опціон «кол»)

² Тут і далі поняття «базовий актив» вживається в розумінні ч. 1 ст. 32 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки - «емісійні цінні папери (у тому числі іноземних емітентів), інші фінансові інструменти, валютні цінності, продукція, роботи, послуги, що мають грошовий вираз вартості» [9].

або купити базовий актив у іншої сторони (опціон «пут») за ціною та на інших умовах, визначених сторонами під час вчинення правочину, відповідно до специфікації такого опціону (для опціонів, укладених на організованому ринку). Опціон також може передбачати обов'язок однієї сторони сплатити іншій стороні певну суму коштів за набуте право вимоги за таким опціоном (премію опціону) [9].

Простіше кажучи, опціон є договором (контрактом), який надає право, але не зобов'язання, купити (або продати) актив (товар, цінний папір, контракт тощо) у пізнішу дату на погоджених під час підписання умовах. А отже, законодавець відносить до інституту зобов'язального, а саме договірного права. Важливість цієї позиції стає зрозумілою лише в ретроспективі – в ході аналізу тлумачення цього поняття в наукових джерелах, опублікованих до набрання чинності Законом про ринки капіталу та організовані товарні ринки, – та буде детальніше розглянута в наступних підрозділах.

Аналіз поняття опціону необхідно здійснювати через розгляд та характеристику його основних елементів. Зважаючи, що це контракт, то такими елементами можуть бути істотні умови договору.

Чинне законодавство не містить окремо визначеного переліку таких умов, але для цілей цього дослідження його було сформульовано на підставі визначення «опціону», зазначеного вище, та переліку обов'язкових реквізитів специфікації опціону, передбаченого Рішенням НКЦПФР № 879 [10]. Зокрема, істотними умовами опціону є базовий актив та/або базовий показник³, ціна виконання (*англ.* strike price), премія опціону та дата його виконання.

Іншим важливим елементом опціону, який, однак, не є його істотною умовою, є сторони опціону. Звідси слід розпочати згаданий аналіз.

Сторонами опціону є покупець та продавець опціону. У цій частині необхідно розуміти, що статус сторони опціону не залежить безпосередньо від її зобов'язань відносно базового активу. Тобто, покупцем опціону завжди буде сторона, яка придбає право вимоги – незалежно від того чи це право придбати чи

³ Тут і далі поняття «базовий показник» вживається в розумінні ч. 2 ст. 32 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки - «ціна базового активу (в тому числі його курс), дохідність базового активу, процентна ставка, індекс, показники статистичної інформації, фізичні, біологічні, хімічні показники стану навколишнього природного середовища» [9].

продати базовий актив, – та зобов’язується сплатити премію опціону (якщо вона передбачена договором), а продавцем буде сторона, яка таке право продає.

Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки не містить окремої норми, яка врегульовувала б питання сторін опціону, зокрема шляхом встановлення потенційних обмежень для осіб, що можуть бути сторонами опціону. Однак, комплексний аналіз закону дозволяє виснувати, що такі обмеження існують, впливаючи з поняття базового активу.

Базовий актив є одиницею, на яку поширюється дія опціону, зважаючи на те, що предметом опціону є право на виконання операції з певним базовим активом. Базовий актив є обов’язковим елементом опціону – відповідний висновок можна зробити, спираючись на формулювання, застосоване у ч. 3 ст. 33 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, яке не передбачає альтернативної частини предмета, а також встановлене законом правило, що «деривативний контракт повинен передбачати щонайменше один базовий актив або базовий показник⁴» [9].

Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки включає обмеження щодо об’єктів, які можуть бути базовим активом. Зокрема, встановлено, що такими «не можуть бути об’єкти, вилучені з цивільного обороту» [9]. З цим пов’язане також завуальоване обмеження осіб, які можуть бути сторонами опціону, адже закон передбачає, що стороною деривативного контракту (у цьому випадку опціону) щодо базового активу, який є обмежено оборотоздатним об’єктом цивільного права, може бути лише особа, якій може належати такий базовий актив [9]. Це твердження проілюстровано нижче на прикладі.

Два суб’єкти господарювання укладають договір оренди земельної ділянки сільськогосподарського призначення у Полтавській області на три роки. У ході переговорів вони дійшли згоди про укладення опціону щодо придбання цієї ділянки після завершення періоду оренди. Якщо обидва суб’єкти є юридичними

⁴ Зважаючи на вжите у ч. 2 ст. 32 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки визначення поняття «базовий показник» («ціна базового активу (в тому числі його курс), дохідність базового активу, процентна ставка, індекс, показники статистичної інформації, фізичні, біологічні, хімічні показники стану навколишнього природного середовища» [9]), можна виснувати, що базовий показник є безпосередньо пов’язаним з базовим активом. А отже, цим підтверджується викладена вище теза, що базовий актив є обов’язковим елементом опціону.

особами, зареєстрованими за законодавством України, власниками (учасниками, акціонерами) та кінцевими бенефіціарними власниками яких є громадяни України, перешкод такій угоді немає.

Однак, якщо хоча б один з суб'єктів є іноземною юридичною особою або має афілійованих осіб-іноземців, то на угоду поширюватиметься дія мораторію на придбання іноземцями та іноземними юридичними особами земель сільськогосподарського призначення, встановленого положеннями ст. 130 ЗК України [11]. Таким чином, навіть за умови відсутності прямих обмежень на укладення особою опціону, на угоди поширюються загальні обмеження, встановлені законодавством.

З огляду на те, що за своєю суттю опціон передбачає купівлю-продаж базового активу, можна з упевненістю стверджувати, що це оплатний правочин. У літературі ціна базового активу, за якою сторони погоджуються здійснити його купівлю або продаж, називається «ціною виконання» [12] [13, с. 2205].

Сторони опціону також можуть домовитися про сплату покупцем опціону винагороди за набуте за контрактом право вимоги – премії опціону. Розмір премії опціону залежить від ринкових умов, у яких укладається опціон, ціни базового активу, строку виконання опціону тощо. Існують математичні моделі, які використовуються для обрахунку премії опціону, але для цілей цього дослідження вони є нерелевантними.

Іншою істотною умовою опціону є дата його виконання. В українському законодавстві та пов'язаній науковій літературі [14, с. 19] [12] розрізняють, що дата виконання опціону може:

- визначатися наперед шляхом встановлення конкретної дати, у яку закінчується строк дії опціону та покупець може ним скористатися (наприклад, 15 листопада 2026 року), або
- визначатися сторонами в ході власне реалізації опціону протягом усього строку дії опціону (наприклад, будь-який день, у який покупець вирішить скористатися опціоном у період з 15 травня 2025 року до 15 листопада 2027 року).

1.1.2. Функціональне призначення опціону.

Наведений вище аналіз поняття опціону слугує підґрунтям для висновків щодо призначення цього інструменту і його використання.

По-перше, опціон дозволяє сторонам зафіксувати ціну базового активу станом на момент вчинення правочину. Фіксація ціни є сходинкою для хеджування⁵ фінансових ризиків [12], першочергової мети застосування опціону.

Іншим аспектом хеджування ризиків є природа опціону, що полягає в «праві, а не обов'язку» покупця придбати базовий актив (опціон «кол») / продавця продати базовий актив (опціон «пут»). Якщо протягом строку дії опціону умови зміняться таким чином, що придбання/продаж базового активу, щодо якого укладений контракт, більше не буде вигідним, сторона може скористатися цією амбівалентністю.

Ці тези можна проілюструвати за допомогою простого прикладу.

Єдиний учасник товариства з обмеженою відповідальністю А (ТОВ А) вирішив продати частину своєї компанії. У ході перемовин, сторони домовилися, що покупець наразі придбає лише 49% частку в статутному капіталі ТОВ А. Натомість щодо решти частки, належної учаснику ТОВ А, буде укладено опціон, який він може реалізувати через п'ять років.

Якщо за п'ять років підприємство залишатиметься прибутковим або навіть приносить більше прибутку і покупець забажає стати єдиним його учасником, то покупець зможе скористатися опціоном на 51% частку та придбати її за ціною, погодженою декілька років тому – ймовірно, що навіть нижчою за ринкову станом на дату такого придбання.

⁵ Хеджування – це використання інструменту для зниження ризику та захисту свого капіталу від несприятливих ринкових факторів [15].

Якщо фінансовий стан товариства погіршиться або через зовнішні чинники воно перестане бути прибутковим, покупець може не користатися опціоном та не придбавати решту частки за договором опціону.

Таким чином, у вигідний для себе спосіб покупець зміг зафіксувати ціну активу, яка його влаштувала, та залишити собі лазівку на випадок, якщо до настання терміну реалізації опціону сама реалізація стане невигідною для нього.

Іншим аспектом використання опціону є спекулювання [16, с. 421] – отримання спекулятивної вигоди від зміни ціни базового активу під час короткострокових рухів на ринку.

Наприклад, суб'єкт господарювання А потребуватиме значні об'єми пального у серпні 2025 року для генераторів та має побоювання, що ціна пального значно збільшиться протягом наступних місяців. У зв'язку з цим він укладає опціон «кол», отримуючи право придбати 100 барелів пального за квітневою ціною 70 дол. США за барель. За опціон суб'єкт господарювання А сплачує премію опціону у розмірі 500 дол. США.

Якщо його побоювання справдяться та у серпні ціна пального підніметься вище 70 дол. США за барель (наприклад, становитиме 85 дол. США), то він зможе зекономити 1000 дол. США на придбанні пального⁶. Якщо суб'єкт господарювання А помилився і ціна пального в серпні навпаки впаде (наприклад, до 60 дол. США), то користатися опціоном сенсу немає, а його збитки обмежуватимуться сплаченою премією опціону.

Іншим аспектом функціонального призначення опціону є його використання як інвестиційного інструменту. В економічній літературі містяться описи багатьох стратегій такого використання, зокрема «covered calls» (букв. покриті коли), які дозволяють інвесторам заробляти шляхом отримання премій опціонів на акції, якими вони володіють [17].

⁶ Квітнева ціна – 70 дол. США * 100 барелів = 7000 дол. США за барель.
Серпнева ціна – 85 дол. США * 100 барелів = 8500 дол. США за барель.
8500 дол. США – 7000 дол. США – 500 дол. США (премія опціону) = 1000 дол. США.

Наприклад, продовжуючи історію суб'єкта господарювання А, припустимо, що він є одним з міноритарних акціонерів невеликої регіональної компанії – ПАТ «Е», – будучи власником 50 простих іменних акцій. Станом на 30 квітня 2025 року ціна 1 акції ПАТ «Е» становить 100 гривень. Суб'єкт господарювання А вважає, що протягом року стан справ суттєво не зміниться. Всупереч цьому, він прагне отримати додатковий дохід з акцій ПАТ «Е», та вирішує продати опціон «кол» на них.

Якщо ціна акцій залишатиметься нижчою за ціну виконання опціону, суб'єкт господарювання А зможе залишитися власником своїх акцій та отримати дохід у вигляді премії опціону⁷. Гра залишається ризиковою, оскільки ціна на акції може збільшитися і їх потрібно буде продати. Але суб'єкт господарювання все рівно отримає гроші за продаж опціону та додатково премію опціону. Саме тому стратегія називається «покритим колом» – суб'єкт господарювання А є «покритим» (тобто захищеним) від втрат тим, що він вже володіє акціями та у будь-якому випадку отримає прибуток [18].

Ще однією поширеною функцією опціону є його використання в корпоративному управлінні [19]. Опціони на частки у статутному капіталі/акції компанії надають її працівникам, зокрема менеджерам, для стимулювання ефективнішої роботи на благо бізнесу. Таким чином, частина доходу працівника є нефіксованою сумою і безпосередньо залежить від прибутковості компанії.

1.1.3. Правова природа опціону.

Законодавець характеризує правову природу опціону у визначенні поняття, закріпленому у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки,

⁷ Виданий опціон на 50 акцій, у якому ціна виконання – 7 500 грн (150 грн за акцію), а премія опціону становить 2 500 грн. У разі, якщо ціна 1 акції залишатиметься на рівні 30.04.2025 (100 грн за штуку), опціон не реалізують, а суб'єкт господарювання А отримає прибуток у розмірі 2 500 грн. Якщо ціна 1 акції підніметься (наприклад, до 200 грн за штуку), суб'єкт сумарно отримає ті ж кошти, що отримав би за умови продажу акцій за новою номінальною ціною.

встановлюючи, що опціон є деривативним контрактом, який укладається на організованому ринку або поза ним [9]. Що, як згадувалося у підрозділі 1.1.1, робить його належним до інституту зобов'язального, а саме договірного права.

Аналіз визначення опціону дозволяє стверджувати, що в основі опціону лежить купівля-продаж активу. Враховуючи, що опціон реалізовується «у разі пред'явлення вимоги іншою стороною у майбутньому», він відповідає визначенню договору купівлі-продажу з відкладальною обставиною.

З першої частини визначення можна виснувати, що опціон є одностороннім договором, адже передбачено обов'язок лише однієї сторони продати базовий актив іншій стороні або купити його в неї. Однак, законодавець встановлює, що «опціон також може передбачати обов'язок однієї сторони сплатити іншій стороні ... премію опціону». На мій погляд, це свідчить, що сторони опціону можуть бути наділені взаємними правами та обов'язками, а отже договір може носити двосторонній (взаємний) характер.

У цьому контексті необхідно зауважити, що особливістю опціону, яка впливає з аналізованого визначення, є те, що продавець зобов'язаний виконати угоду, якщо покупець вирішить скористатися своїм правом. Ключовим словом тут є «якщо», адже покупець опціону може вирішити не купувати або не продавати актив.

Іншим аспектом, який видається важливим в частині правової природи опціону, є необхідність його відмежування від інструменту зі схожими характеристиками – попереднього договору. У ході дослідження було виявлено існування позиції, що опціон є одним із видів попереднього договору [20], з якою вважаю за необхідне не погодитися.

За визначенням абз. 1 ч. 1 ст. 635 ЦК України, «попереднім є договір, сторони якого зобов'язуються протягом певного строку (у певний термін) укласти договір в майбутньому (основний договір) на умовах, встановлених попереднім договором» [21]. Такий опис не відповідає встановленому механізму опціону, адже той, як правило, не передбачає укладення в майбутньому інших (основних) договорів, а натомість сам є основним договором.

Єдиним випадком, де механізм виконання опціону є дійсно схожим до попереднього договору, є укладення опціону щодо іншого деривативного контракту як базового активу. У такому разі опціон може передбачати умови такого майбутнього деривативного контракту. Однак, це не робить його менш «основним» договором, ніж якби його уклали щодо барелів пального.

Більше того, покупець опціону може на свій розсуд вирішити не виконувати опціон (наприклад, не укласти деривативний контракт, стосовно якого його укладено). Такі його дії не вважатимуться ухиленням від виконання та не тягнутимуть за собою фінансові санкції, у той час як настання таких наслідків для сторін попереднього договору передбачене ч. 2 ст. 635 ЦК України.

У контексті правової природи опціону необхідно проаналізувати особливості, пов'язані з його укладенням.

Закон про ринки капіталів та організовані товарні ринки не встановлює вимоги до форми опціону. Однак, аналіз загальних положень цивільного законодавства дозволяє виснувати, що вона має бути письмовою, оскільки опціон за визначенням не може повністю виконуватися сторонами у момент його вчинення та, як правило, має вчинятися у письмовій формі відповідно до вимог ст. 208 ЦК України [21].

Як і більшість деривативних контрактів, опціон укладається на організованому ринку або поза ним. Відповідно, його зміст може визначатися:

1) генеральною угодою та/або специфікацією опціону;

Наприклад, відповідно до «Типових умов правочинів валютний форвард, валютний опціон та валютний своп», підготовлених на основі Словника термінів ISDA [22]. Щодо специфікації, то Рішення НКЦПФР № 879, яке наразі набирає чинності, містить перелік обов'язкових та факультативних реквізитів специфікації опціону [10]. Таким чином виконуватиметься вимога цивільного законодавства, відповідно до якої договір вважається укладеним, якщо сторони досягли згоди з усіх істотних умов договору [21].

2) генеральною угодою та/або описом опціону;

За загальним для деривативних контрактів правилом цією опцією послуговуються, якщо укладення опціону відбувається без використання багатосторонніх систем організованого ринку, за умови наявності домовленості сторін про укладення його на основі такої угоди або опису.

3) сторонами опціону самостійно.

Як правило, цією опцією користуються, якщо укладення опціону відбувається без використання багатосторонніх систем організованого ринку, за умови відсутності домовленості сторін про укладення його на основі генеральної угоди або опису. Напевно найяскравішим прикладом цього варіанту є передбачена корпоративним законодавством можливість укласти опціон щодо частки в статутному капіталі товариства з обмеженою відповідальністю. Детальніше цей інструмент розглянуто у розділі другому цієї роботи.

1.2. Місце опціону у системі фінансових інструментів.

Опціон, за визначенням законодавця, є деривативним контрактом [9]. У свою чергу, деривативні контракти є групою деривативних фінансових інструментів [9]. Відповідно до закону, ряд деривативних контрактів мають характеристики фінансових інструментів. Зважаючи на зазначене та виходячи з того, що метою цього розділу є здійснення ґрунтовної теоретико-правової характеристики опціону, необхідним є оцінити його місце в системі фінансових інструментів.

1.2.1. Поняття фінансових інструментів.

Чинна редакція Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки не містить нарративного визначення поняття «фінансових інструментів»⁸. Натомість, формулюючи дефініцію, законодавець скористався переліком фінансових інструментів, представлених у десятих окремих групах, до декількох з яких входять, серед іншого, опціони [9]. Окрім цього, було виокремлено інструменти, які *не є фінансовими*.

У цьому контексті варто зауважити, що використаний підхід до структурування визначення «фінансових інструментів» є подібним до застосованого у MiFID, яка наразі (як і на момент прийняття нової редакції Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки) втратила чинність, та MiFID II. Зауважу, що зазначене визначення не є єдиним, яке використовувалося у європейських законодавчих актах – відповідна дефініція міститься, наприклад, у Регламенті № 549/2013 (чинний станом на зараз) [23]. Послугування визначенням, використаним у директиві, на мою думку, можна пояснити тим, що інші наявні визначення є досить широкими та включають інструменти, які в українській правовій традиції зазвичай не розглядають як фінансові інструменти у контексті регулювання ринків капіталу (наприклад, грошові цінності).

Повертаючись до чинного Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, комплексний аналіз ст. 7 «Фінансові інструменти», зокрема обидвох зазначених переліків, дозволив виокремити наступні сутнісні аспекти фінансових інструментів:

1) фінансові інструменти вважаються такими, якщо вони використовуються з метою хеджування ризиків, спекулювання або інвестування.

На перший погляд, визначені законодавцем групи фінансових інструментів неможливо звести під єдиний знаменник, зважаючи на суттєві відмінності між кожною групою. Утім, вважаю, що їх ретельне вивчення дозволяє виснувати, що

⁸ Така практика не є новою – попередня редакція закону (Закон про цінні папери та фондовий ринок) також послуговувалася визначенням у форматі переліку замість нарративного. Утім, зазначене визначення було значно вужчим за прийняте зараз.

спільною для всіх – або, щонайменше, більшості – груп є мета їх застосування учасниками ринку.

Фінансові інструменти створюють можливість для отримання доходів (або понесення збитків) залежно від змін на ринку. Частина з них (цінні папери, інструменти грошового ринку) можуть бути використані для отримання пасивного доходу від інвестованих активів. Решта – більшість – спрямовані на зниження ризику від несприятливих ринкових факторів або, простіше кажучи, хеджування ризиків. Наприклад, фінансовими інструментами є опціони, що «стосуються кліматичних параметрів, ставок фрахту, показників інфляції або інших показників економічної статистики, які мають бути виконані у вигляді розрахунків» [9].

Подальший аналіз ст. 7 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, зокрема положень ч. 2, підтверджує вищенаведений висновок. Інструменти, які, за визначенням законодавця, «не є фінансовими» (наприклад, поставний опціон, базовим активом якого є продукція, що укладається в комерційних цілях) є спрямованими на забезпечення поставки товарів, а не управління фінансовими ризиками.

2) точки відокремлення фінансових інструментів від інструментів, які не є фінансовими.

Законодавець не виокремлює чітких критеріїв, за якими можна охарактеризувати фінансові інструменти. Ними можуть торгувати як на регульованому ринку, так і на ОТМ чи БТМ.

Однак, вважаю, що зазначене у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки визначення надає можливість відокремити фінансові інструменти від нефінансових, послуговуючись ґрунтовними інструментами, а не лише постулатами на кшталт «законодавцем було внесено інструменти А та Б до переліку А, у той час як інструменти В та З було поміщено у перелік Б».

Зокрема, уже згаданий аспект місця торгівлі фінансовими інструментами може слугувати відправною точкою.

Законодавець підкреслює, що:

а) «не є фінансовими інструментами контракти (...) що укладаються (...) на будь-якому торговельному майданчику/місці (централізованому чи децентралізованому організованому ринку), які *не є БТМ чи регульованим ринком*»;

б) «товарні форвардні контракти (...), торгівля якими здійснюється на майданчиках/*ринках, інших, ніж БТМ та регульований ринок*»;

в) «деривативний контракт є таким, що має характеристики іншого деривативного фінансового інструменту, якщо (..):

– контракт допущено до торгів *на багатосторонній системі в іноземній державі*, що забезпечує *виконання функцій регульованого ринку, БТМ* або ОТМ; або

– умовами контракту *передбачена можливість його укладення виключно на регульованому ринку, БТМ* або ОТМ, або на *багатосторонній системі в іноземній державі, що забезпечує виконання функцій регульованого ринку, БТМ* або ОТМ» [9].

Комплексний аналіз вищезазначених положень дозволяє виснувати, що, за винятком товарних спот-контрактів, деривативні контракти, допущені до торгів / укладені на регульованому ринку, БТМ, мають ознаки фінансових інструментів.

Іншою точкою розмежування є обов'язковість поставки продукції за договором. Аналіз ст. 7 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки дозволяє зробити висновок, що *обов'язкова* поставка продукції є елементом притаманним лише інструментам, які не є фінансовими.

Це, утім, не означає, що поставку продукції не можна в принципі здійснювати для виконання договорів - фінансових інструментів (див. п. 5 ч. 1 ст. 7 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки).

Підсумовуючи, фінансові інструменти – це група інструментів, які використовуються для управління фінансовими ризиками.

1.2.2. Деривативні контракти в системі фінансових інструментів.

Зважаючи на вищезазначене, можливим стає аналіз деривативних контрактів, частину з яких включено до переліку фінансових інструментів. Законодавець визначає це поняття наступним чином:

Деривативний контракт – це договір, умови якого передбачають обов’язок однієї або кожної із сторін такого договору щодо базового активу та/або умови якого встановлюються залежно від значення базового показника, а також можуть передбачати обов’язок проведення грошових розрахунків [9].

Аналіз зазначеного визначення дозволяє визначити декілька сутнісних характеристик деривативного контракту:

1) є договором, тобто належить до інституту зобов’язального права.

Деривативним контрактом є договір, укладений щодо придбання конкретного базового активу у визначений момент у майбутньому за ціною, обумовленою на момент його укладення.

Значимість зазначеного факту полягає у підтвердженні відокремлення опціону та опціонного сертифіката – двох інструментів, які до прийняття змін до Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, були предметом плутанини в законодавстві та доктрині, про що коротко зазначено далі в цьому підрозділі.

2) деривативний характер (похідність) контракту.

На мою думку, основною сутнісною характеристикою деривативних контрактів, є, власне, їх деривативний характер. «Деривативний» – слово іншомовного походження – від англійського «derivative», що буквально перекладається як «похідний». Як можна встановити з законодавчого визначення, наведеного вище, деривативний контракт завжди є залежним від певного базового активу та/або базового показника такого активу, тобто «походить» від нього (*англ.* is derived from). Це підтверджується і вже згаданим правилом, що «деривативний контракт повинен передбачати щонайменше один базовий актив або базовий показник» [9].

У цій «похідності» полягає основна відмінність деривативного контракту від стандартного цивільно-правового договору.

Від коливань, наприклад, ціни базового активу може залежати ціна деривативного контракту, строк його дії та момент його виконання. Тобто умови деривативного контракту, як правило, «відображають» умови та якості базового активу та будь-які їх коливання, а не визначаються сторонами самостійно безвідносно до цих факторів. Власне, метою деривативного контракту є управління ризиками, які можуть виникнути у період між підписанням договору та його виконанням внаслідок таких коливань.

Натомість умови цивільно-правового договору визначаються та фіксуються самими сторонами. Вони не змінюються залежно від зміни показників активу (предмета), за винятком випадків, коли сторони прямо передбачили протилежне у договорі (наприклад, сторони договору купівлі-продажу акцій можуть домовитися про доплату до погодженої купівельної ціни у разі досягнення певних показників – положення «earn-out» (з *англ.* додаткова виплата) [24]).

Цю дихотомію легше зрозуміти на прикладі практичної ситуації.

Триває будівництво нового житлового комплексу А. Особа Н розглядає можливість придбання трьох квартир у новому житловому комплексі. З огляду на те, що зараз через зовнішні чинники (можливість руйнування житлового комплексу до завершення будівництва в ході воєнних дій, ускладнене транспортне сполучення житлового комплексу з центром міста) ціни на ці квартири є досить низькими, особа Н хоче придбати їх негайно, поки вигідна для неї ситуація не змінилася.

Звертаючись до забудовника для укладення відповідного договору, особа Н знає, що у неї є два можливих шляхи формалізації відносин.

Варіант А. Укладення попереднього договору купівлі-продажу

З огляду на те, що будівництво ще не завершене і об'єкт придбання поки не існує, особа Н не може укласти договір купівлі-продажу. Утім, вона може скористатися звичним для ринку інститутом попереднього договору, у якому будуть встановлені істотні умови майбутнього договору купівлі-продажу.

Однак, такий механізм може призвести до суттєвих збитків для особи Н, пов'язаних з «подвійним продажем» майнових прав на нерухомість (забудовник може укласти договір щодо цієї ж квартири з третьою особою), накладенням забудовником обтяжень на майно тощо. Окрім цього, зазначений варіант потребує численних витрат (на нотаріальні послуги, послуги з оцінки майна)⁹ з боку покупця.

Варіант Б. Укладення деривативного контракту

Альтернативний передбачений законом варіант, який часто використовують для придбання нерухомості в недобудованих будівлях, є форвардні контракти, базовим активом яких є майнові права на нерухоме майно (квартиру). Схема їх укладення включає компанії з управління активами і є досить складною, але для цілей цієї роботи її дослідження не є необхідним.

За описаних вище обставин укладений деривативний контракт дозволить особі Н:

- зафіксувати ціну активу на момент укладення договору – якщо на момент завершення будівництва вона підвищиться, особа Н сплачуватиме суму, про яку домовлялися;
- уникнути ризику «подвійного продажу» майна і супроводжуючих його збитків;
- забезпечити майно від накладення забудовником обтяжень та уникнути пов'язаних збитків;
- оптимізувати податки, зважаючи на те, що продаж форвардних контрактів не є об'єктом оподаткування відповідно до ПК України [25];
- уникнути додаткових витрат на нотаріальні послуги тощо.

⁹ Попередній договір укладається у формі, встановленій для основного договору – для договору купівлі-продажу майнових прав на нерухоме майно такою формою є нотаріальна [21]. Організація підписання попереднього договору та договору купівлі-продажу потребує залучення нотаріуса та здійснення додаткових витрат. Також, для цілей оподаткування, покупець має залучити експертів для здійснення експертної оцінки майна та визначення бази оподаткування.

Як проілюстровано на прикладі ситуації вище, деривативний контракт, на противагу звичайному цивільно-правовому договору, повністю залежить від базового активу, щодо якого його укладають, та його характеристик.

1.2.3. Опціони у системі фінансових інструментів.

Ґрунтуючись на вищевикладених висновках, можливим є охарактеризувати місце опціону в системі фінансових інструментів. Загальні взаємозв'язки між поняттями можна охарактеризувати з допомогою діаграми (див. рис. 1).

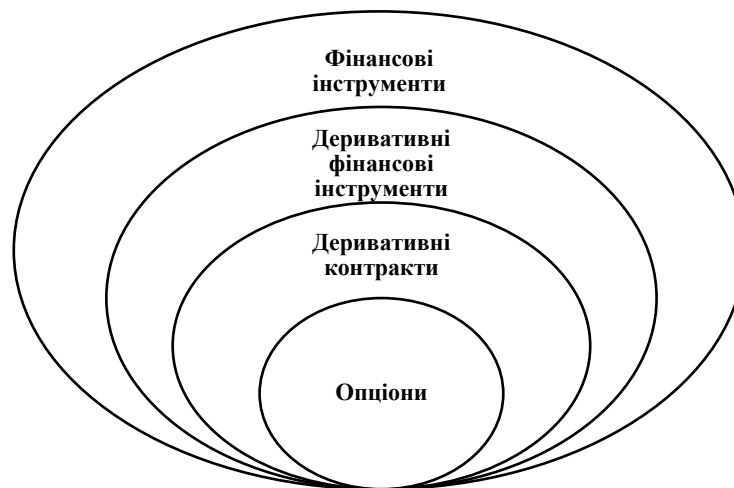


Рисунок 1

Єдиним винятком з вищенаведеного схематичного зображення взаємозв'язків є поставні опціони, базовим активом яких є продукція, та які укладаються в комерційних цілях, та за визначенням законодавця не є фінансовими інструментами. Це зумовлено тим, що такі поставні опціони не переслідують основну мету фінансових інструментів (хеджування ризиків), як зазначалося вище, а натомість спрямовані на забезпечення поставки продукції.

Однак, стандартний опціон характеризується тим, що:

(а) його укладають для обмеження ризиків, пов'язаних зі зміною ціни на актив, тобто їх хеджування;

(б) опціони є контрактами, які можуть бути виконані у вигляді фізичної поставки (п.п. 3, 5 ч. 1 ст. 7 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки), однак ця умова не є обов'язковою.

На підставі вищенаведених аргументів, можна зробити висновок, що опціон має характеристики фінансового інструменту.

З огляду на те, що Законом про ринки капіталу та організовані товарні ринки прямо передбачено, що опціон є деривативним контрактом, аналіз під цим кутом для цілей цього підрозділу є зайвим.

У системі фінансових інструментів важливо відмежовувати опціон та опціонний сертифікат. Зважаючи на те, що ця межа чітко проведена у чинному Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки, значимість цієї позиції може бути недооцінена.

До моменту прийняття у 2020 році змін до Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки ані у чинному на той час законодавстві, ані у відповідній науковій літературі не існувало єдиного тлумачення опціону та цілісного розуміння, яким це тлумачення має бути. Зокрема, опціон часто ототожнювали з опціонним сертифікатом [26, с. 41]. На практиці це мало наслідком використання лише одного інструмента – опціонного сертифіката (цінного папера), – та обох термінів, з огляду на припущення, що вони є синонімічними.

Ця проблема поглиблюється відсутністю розмежування цих понять в інших нормативно-правових актах, окрім Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, з огляду на те, що вони не оперують обома поняттями одночасно (наприклад, ПК України використовує лише поняття «опціону»).

1.3. Класифікація опціонів.

За визначенням Великого тлумачного словника сучасної української мови «класифікація» є системою «розподілу предметів, явищ або понять на класи, групи тощо за спільними ознаками, властивостями» [27]. У контексті правничих

досліджень її розуміють як «особливий метод, грамотне використання якого підвищує ефективність правового регулювання, і як особливий прийом законодавчої техніки, правильне застосування якого сприяє вдосконаленню (...) правового регулювання суспільних відносин» [28, с. 23].

Відповідно, в ході дослідження правового регулювання опціону необхідно вивчити його можливі класифікації. Проведений аналіз дозволив зробити такі висновки стосовно цього питання.

Найбільш розповсюдженою є систематизація за типом прав та обов'язків сторін, яку, зокрема, було використано у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки. Її також використовують у світовій практиці, зокрема в законодавчих актах ЄС [29], наукових працях [13] тощо. Відповідно до цієї класифікації, опціони поділяють на:

– опціон, за яким одна сторона зобов'язується у разі пред'явлення вимоги іншою стороною в майбутньому продати базовий актив іншій стороні – опціон на право купити – *опціон «кол»*.

Використання цього типу опціону видається доцільним у разі очікування зростання ціни базового активу. Наприклад, повертаючись до описаного у підрозділі 1.1.2 прикладу опціону на барелі пального, суб'єкту господарювання А така угода є вигідною саме тому, що він очікує, що ціна за барель збільшиться у серпні, коли йому знадобиться пальне, порівняно з квітнем.

– опціон, за яким одна сторона зобов'язується у разі пред'явлення вимоги іншою стороною в майбутньому купити базовий актив у іншій стороні – опціон на право продати – *опціон «пут»*.

На противагу опціону «кол», опціон «пут» найкраще використовувати для хеджування ризику падіння ціни активу.

Продовжуючи задачу з барелями пального, маємо компанію П, яка займається торгівлею паливом. У листопаді 2025 року вона хоче укласти опціон на 100 барелів пального за ціною, яка в цей час встановлена на ринку (наприклад, 85 дол. США за барель). Домовившись, що моментом його реалізації буде квітень 2026 року, компанія П очікує, що ціна пального до цього часу суттєво

зміниться (наприклад, до 70 дол. США за барель)¹⁰. Незважаючи на те, що реалізація цього опціону буде не вигідною для його продавця (суб'єкта господарювання, який зобов'язався купити пальне на вимогу компанії П), він муситиме це зробити безвідносно цього.

Іншим критерієм розмежування типів опціону є дата їх виконання. Частково цього питання торкалися у підрозділі 1.1.1 у частині істотних умов опціону. Формально описані типи опціонів найменується:

- *європейський опціон*, який виконується у певну дату в майбутньому – наприклад, 15 липня 2030 року;
- *американський опціон* виконується в будь-який день обумовленого періоду – наприклад, у будь-який день з 15 липня 2025 року до 15 липня 2030 року включно.

Словник термінів ISDA [30] також виділяє екзотичний – *бермудський* – тип опціону, який можна реалізувати лише протягом обумовленого періоду, який складається з визначеної кількості конкретних днів – наприклад, 15 числа кожного місяця протягом наступних трьох років.

Спираючись на положення ч. 4 ст. 31 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, можна також виділити класифікацію опціонів за типом базового активу та/або базового показника:

- *опціони грошового ринку*, базовим активом яких є «валюта України, іноземна валюта, банківські метали чи інше майно, що визначається базовим активом у нормативно-правових актах [НБУ], чи інші деривативні контракти грошового ринку, базовим показником яких є курс валюти, валютний індекс (курси декількох валют), ціна на банківські метали, процентна ставка (процентний індекс) чи інші показники, що визнаються базовими показниками у нормативно-правових актах [НБУ]» [9];
- *товарні опціони*, базовим активом яких є «продукція чи інший товарний деривативний контракт або базовим показником яких є ціна на

¹⁰ Автор усвідомлює, що в реальних умовах укладення такої угоди є неможливим через значний дисбаланс вигоди для сторін, але вважає цей приклад достатньо ілюстративним для цілей цього підрозділу.

продукцію, послуги, роботи чи товарний індекс (ціна на декілька видів продукції)» [9];

– *фондові опціони*, базовим активом яких є «емісійні цінні папери (у тому числі іноземних емітентів) чи інші фондові деривативні контракти або базовим показником яких є ціна на такі емісійні цінні папери чи індекс оператора організованого ринку капіталу» [9];

– *інші опціони*, базовим активом яких є «право вимоги, інший деривативний контракт (крім деривативних контрактів грошового ринку, товарних або фондових деривативних контрактів), інше майно, що визначається базовим активом у нормативно-правових актах [НКЦПФР], або базовим показником яких є показники статистичної інформації (що визначаються незалежно від сторін деривативного контракту), фізичні, біологічні, хімічні показники стану навколишнього природного середовища, інші показники, що визнаються базовими показниками у нормативно-правових актах [НКЦПФР], а також деривативні контракти, що поєднують ознаки декількох видів деривативних контрактів, визначених цією частиною, та деривативні контракти, що не можуть бути віднесені до інших видів деривативних контрактів, визначених цією частиною» [9].

Аналіз положень Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки дозволив виснувати також про існування класифікації опціонів залежно від наявності зобов'язання щодо передачі базового активу:

– *поставні опціони* (зазначені у п. 6 ч. 1 ст. 7 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки), які виконуються у вигляді фізичної поставки. Наприклад, використаний у вищенаведених прикладах опціон на барелі пального вважатиметься поставним;

– *розрахункові опціони*, які виконуються шляхом здійснення розрахунків між сторонами залежно від значення базового показника. Наприклад, опціон на акції ПАТ «Е», про який йшлося в одному з прикладів вище, є розрахунковим, оскільки зазначені акції є електронними (не оформленими на матеріальному носії), а отже їх фізична поставка є неможливою.

Як згадувалося у підрозділі 1.1.3, опціони укладаються на організованому ринку або поза ним. Відповідно, можна виділити ще одну їх класифікацію за критерієм місця укладення.

У частині можливих класифікацій опціонів можна також виділити розмежування залежно від механізму визначення ціни виконання:

– *звичайні опціони (англ. vanilla options)*, за якими ціна виконання опціону є фіксованою у момент вчинення правочину, а отже відома сторонам заздалегідь [31].

– *ретроспективні опціони (англ. lookback options)*, за якими покупець може реалізувати опціон за ціною виконання, що становить найбільш вигідну для нього ціну базового активу, що той її досяг протягом строку дії опціону [32].

Наприклад, якщо барель пального коштував 70 дол. США у квітні, 65 дол. США у червні, 85 дол. США у липні та 80 дол. США у серпні, то покупець, реалізуючи його у серпні, може скористатися червневою ціною.

– *опціони з ціною, визначеною середньоарифметичним числом (англ. average price options)*, яких також називають «азійськими опціонами», надають покупцю опціону можливість купити (або продати) актив за ціною, визначеною середньоарифметичним числом, розрахованим за певний період [33].

Наприклад, у вже згаданому прикладі з барелями пального суб'єкт господарювання А, за умови укладення азійського опціону, зможе придбати барель за ціною 74 дол. США¹¹.

У ході дослідження також було виділено розмежування опціонів залежно від співвідношення ціни виконання опціону з ринковою вартістю базового активу. Треба зауважити, що разом з попередньою, ці дві систематизації не використовуються у нормативно-правових актах, однак їх характеристика є необхідною для повноцінного розуміння концепції опціону та її можливостей. Отож, можна також виокремити:

¹¹ Якщо ціна 1 бареля пального у квітні становить 70 дол. США, у травні становить 70 дол. США, у червні 65 дол. США, у липні 85 дол. США та у серпні 85 дол. США, то розрахунок середньоарифметичного числа, яким визначено ціну опціону, буде таким: $370/5=74$ дол. США, де 370 дорівнює сумі цін за період опціону, а 5 – кількість місяців, протягом яких опціон є дійсним.

– *опціон «у грошах»*¹² (англ. in-the-money option), за яким ринкова вартість його базового активу перевищила ціну виконання опціону, у зв'язку з чим його можна негайно реалізувати та отримати прибуток [34].

Наприклад, у прикладі про барелі пального опціон є опціоном «у грошах», оскільки суб'єкт господарювання очікує зміни ціни та розраховує, що ринкова ціна у серпні 2025 року перевищить ціну виконання, встановлену на рівні квітневої.

– *опціон «на грошах»*¹³ (англ. on-the-money option), за яким ринкова вартість не досягла рівня ціни виконання опціону, у зв'язку з чим негайна його реалізація не має жодного економічного змісту [34].

Наприклад, у задачі про акції ПАТ «Е» їх власник укладає опціон, розраховуючи, що він є та залишатиметься опціоном «на грошах», тобто ціна акцій залишатиметься такою ж і його контрагент їх не викупить.

Висновки до розділу 1:

Опціон є договором (контрактом), за яким одна сторона отримує право, але не зобов'язання, купити (або продати) актив у певну дату в майбутньому на умовах, визначених таким договором під час його укладення. Він належить до інституту зобов'язального, а саме договірного права.

Істотні умови опціону включають, серед іншого, його базовий актив або базовий показник, різновид, ціну виконання, розмір премії опціону, дату його виконання.

Опціон використовується для хеджування ризиків, спекуляцій, інвестиційної діяльності та в корпоративному управлінні.

¹² У літературі використовується буквальный переклад цього виразу з англійської. Зауважу, що доречніше перекладати вираз «in-the-money» як «у межах ціни контракту».

¹³ У літературі використовується буквальный переклад цього виразу з англійської. Зауважу, що доречніше перекладати вираз «on-the-money» як «точний».

За змістом опціон є договором купівлі-продажу з відкладальною обставиною.

Опціон є двостороннім договором, який виконується лише за умови, що покупець опціону вирішить скористатися своїм правом у встановлений строк.

Зміст опціону, залежно від того, чи він укладається на організованому ринку чи поза ним, може визначатися генеральною угодою, специфікацією опціону, описом опціону або сторонами опціону самостійно.

За винятком поставних опціонів, базовим активом яких є продукція, та які укладаються в комерційних цілях, опціони є фінансовими інструментами, тобто належать до групи інструментів, які використовуються для управління фінансовими ризиками.

Опціон є деривативним контрактом та має бути відмежованим від опціонного сертифіката (цінного папера за правовою природою).

Існує декілька класифікацій опціонів. У чинному законодавстві імплементований лише поділ залежно від типу прав та обов'язків сторін – на опціон «кол» та опціон «пут».

Інші досліджені класифікації опціонів ґрунтуються на таких критеріях:

- залежно від строку дії та способу визначення дати виконання (американські, європейські, бермудські опціони);
- залежно від типу базового активу (опціони грошового ринку, товарні опціони, фондові опціони та інші опціони);
- залежно від наявності зобов'язання щодо передачі базового активу (поставні та розрахункові опціони);
- залежно від місця укладення опціонів (на організованому ринку та поза організованим ринком);
- залежно від механізму визначення ціни виконання (звичайні, ретроспективні опціони та опціони з ціною, визначеною середньоарифметичним числом);
- залежно від співвідношення ціни виконання опціону з ринковою вартістю базового активу (опціон «у грошах» та опціон «на грошах»).

РОЗДІЛ 2. НАЦІОНАЛЬНЕ ТА МІЖНАРОДНЕ ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ОПЦІОНУ

2.1. Міжнародна практика регулювання опціону.

Спираючись на сформоване розуміння правової природи опціону, необхідно дослідити особливості правового регулювання цього інструменту та встановити законодавчі стандарти йому притаманні та їх тлумачення в судовій практиці. У зв'язку з цим розділ другий цієї роботи фокусується на дослідженні регулювання опціону в міжнародних актах, законодавстві ЄС як окремої наддержавної системи та конкретних національних моделях регулювання (на прикладі Сполученого Королівства, США, Сінгапуру), на підставі чого здійснюється їх порівняльний аналіз з правовим регулюванням опціону, прийнятим в Україні.

2.1.1. Міжнародно-правові акти у сфері регулювання опціонів.

На мою думку, відправною точкою дослідження регулювання опціону в міжнародних актах є розуміння того, що пов'язаних з деривативними інструментами міжнародно-правових договорів у їх класичному значенні не існує. Деривативні інструменти, зокрема опціони, не можуть бути врегульовані таким чином, з огляду на їх правову природу, швидку еволюцію в контексті стрімко прогресуючого фінансового ринку та необхідність достатнього рівня гнучкості для ефективності інструмента. Натомість, аналіз потрібно фокусувати на Генеральній угоді ISDA.

Чимало деривативних контрактів, включаючи опціони, укладаються на біржах та є чітко врегульованими за правилами відповідного ОТМ. Однак, такі контракти, як правило, характеризуються негнучкістю та подекуди консервативністю. Якщо сторони прагнуть ефективніше врегулювати власні ризики та домовитися про більш гнучкі умови контракту, вони схиляються до укладення деривативних контрактів поза організованим ринком (*англ.* over-the-counter derivatives). Власне, для їх стандартизації і було розроблено Генеральну угоду ISDA [35].

Перелік деривативних контрактів, укладених поза організованим ринком, які можуть бути укладені за допомогою цих стандартних умов [36], надзвичайно широкий. Його аналіз у частині опціонів дозволяє стверджувати, що Генеральну угоду ISDA можна використовувати для опціонів, які є товарними деривативними контрактами, фондовими деривативними контрактами та контрактами, що укладаються на грошових ринках.

Генеральна угода ISDA є пакетом стандартизованих документів, які разом складають єдиний договір. Ключовими його компонентами є власне Генеральна угода, Додаток до Генеральної угоди (*англ.* Schedule), додатковий документ Додаток щодо механізмів забезпечення (*англ.* Credit support Annex) та Підтвердження (*англ.* Confirmations). Положення самої Генеральної угоди є досить жорсткими, варіативність договору проявляється через Додаток до Генеральної угоди [35].

Генеральна угода ISDA є стандартним документом, що містить шаблонні пасажі (*англ.* boilerplates), якими користуються сторони під час укладення угод, укладених поза організованим ринком. Однак, це лише один з ярусів правової природи Генеральної угоди. В рамках її аналізу в контексті правового регулювання опціону треба підкреслити, що за своєю природою ця угода є в першу чергу регуляторним актом, який чинить значний вплив на ринки капіталів та тягне за собою наслідки для третіх осіб, які не є сторонами контракту [37].

За своєю природою Генеральна угода ISDA є частиною так званого «приватного» права – правового регулювання, сформованого приватними

учасниками режиму транснаціонального приватного регулювання, яким є ринки капіталу, за визначенням проф. Скотта та п. Біггінса [38, с. 16]. Термін «приватної правотворчості» раніше був використаний проф. Снайдером, на якого посилаються зазначені науковці, зокрема на використану ним метафору «сендвіча»:

«Хоча держава може відмовитися визнавати юридичну силу норм, створених приватними особами, вона цього не робить... Держава погодилася забезпечувати виконання таких приватно укладених угод... Тож ситуацію можна розглянути як щось схоже на сендвіч, до якого держава приносить хліб. Між двома шматками хліба – тобто між (1) передачею державою частини свого суверенітету для укладення зобов'язальної угоди і (2) готовністю держави забезпечити виконання цієї угоди – є заманлива частина бутерброда. Його «м'ясо» створене приватними особами. Простіше кажучи, держава є необхідною складовою цієї формули, але її дії визначаються правилами, створеними приватними особами [39, с. 413].»

Тому слід враховувати вплив Генеральної угоди ISDA не лише як своєрідний шаблонний договір на опціони як транзакції, але й на ринки, де опціони укладаються. У цьому контексті можна визначити основні функції Генеральної угоди. Як зазначалося, вона спрямована на врегулювання контрактів, укладених поза організованим ринком.

Одним з основних недоліків деривативних контрактів (як, в принципі, будь-яких) є ризик невиконання зобов'язань сторонами. На біржі його мітигують шляхом біржового клірингу¹⁴. Сторони контрактів, укладених поза організованим ринком, мають самостійно додати активних зусиль для мітигації цього ризику. Генеральна угода ISDA дозволяє це зробити через додавання положень про неттінг¹⁵, класичний метод клірингових розрахунків.

¹⁴ Кліринг – це процес визначення зобов'язань, у тому числі шляхом неттінгу, за деривативними контрактами та правочинами щодо інших фінансових інструментів, валютних цінностей, за товарними операціями, що супроводжується забезпеченням функціонування системи управління ризиками та гарантій з виконання таких зобов'язань (п. 23 ч. 1 ст. 2 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки) [9]. Клірингова діяльність врегульована зазначеним законом.

¹⁵ Неттінг – це повне або часткове припинення зобов'язань за деривативними контрактами, договорами про заміну сторони, правочинами щодо фінансових інструментів, валютних цінностей або за товарними операціями, яке здійснюється шляхом зарахування зустрічних однорідних вимог та/або заміни первісного зобов'язання новим зобов'язанням між тими самими сторонами та/або припинення зобов'язань в інший спосіб, передбачений правилами клірингу (п. 28 ч. 1 ст. 2 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки) [9]. Врегульований зазначеним законом

Як і з будь-яким іншим механізмом, встановити особливості застосування Генеральної угоди до опціону можливо лише спираючись на прийняте у цьому контексті визначення цього поняття. Зазначене тлумачення, на мій погляд, суттєво відрізняється від прийнятого в українському законодавстві та доктрині.

ISDA послуговується терміном «опціонні транзакції» (*англ.* option transactions), визначення якого включено до Словника термінів ISDA. Відповідно до цього визначення, опціонними транзакціями є свопціони, свопи, для яких передбачено дострокове припинення за угодою сторін, та будь-який інший контракт, який визначено як «опціонну транзакцію» у підтвердженні контракту¹⁶ [30]. Українське законодавство визначає ці інструменти як окремі деривативні контракти, непов'язані з опціоном, хоча й досить близькі до нього за своєю правовою природою.

Відповідно, можна виснувати, що ISDA застосовує до них правила, аналогічні до регулювання застосовного до свопів та свопціонів. І, незважаючи на відсутність формального визначення «деривативних контрактів», саме до них вона відносить опціони.

Сама Генеральна угода ISDA не містить особливих положень, застосовних виключно до опціонів, що є закономірно, з огляду на шаблонний характер угоди. Утім, у цій частині треба зауважити, що українські учасники ринку розробили декілька документів («типових умов правочинів») застосовних до окремих видів опціонів, ґрунтуючись на Генеральній угоді та інших документах ISDA.

2.1.2. Законодавство ЄС у сфері регулювання опціонів.

Перш за все ЄС є економічним союзом європейських держав, а отже ставить перед собою мету створити єдиний інтегрований фінансовий ринок [40]. Звідси

¹⁶ ISDA визначає підтвердження (*англ.* confirmation) як письмове підтвердження домовленостей, документ, де фіксуються умови правочину (включно з листами, електронними повідомленнями тощо).

виникає необхідність створення єдиного регулювання деривативних інструментів, включно з опціонами, та операцій з ними.

Одними з основних регуляторних принципів діяльності інфраструктур фінансового ринку ЄС є прозорість, ефективність та фінансова стабільність [41]. Їх дотримання сприяє забезпеченню ясності та передбачуваності ринкових умов, ефективному функціонуванню ринків і стабільності всієї фінансової системи. Зважаючи на такий фокус європейського законодавства, вважаю, що опціон отримує особливе значення, адже він є інструментом, спрямованим на врегулювання ризиків пов'язаних із нестабільністю системи та зміцнення довіри інвесторів.

У загальному масиві законодавства ЄС немає спеціальних актів, спрямованих на регулювання опціонів. Утім, пов'язані з цим інструментом питання врегульовані загальними законодавчими актами щодо фінансових інструментів, зокрема MiFID II, MiFIR, EMIR і т.п. Цими актами, серед іншого, врегульовано відносини, що виникають з укладення та виконання деривативних контрактів, і встановлено вимоги до належного оформлення угод.

У цій частині треба зауважити, що аналізувати правове регулювання деривативних інструментів, зокрема опціонів, у ЄС потрібно з врахуванням його історичного контексту. Більшість чинних законодавчих актів ЄС, що торкаються цього питання, були розроблені та затверджені у десятих-двадцятих роках цього століття, тобто після Світової фінансової кризи 2008 року, а отже були спрямовані на пом'якшення її наслідків або попередження повторення катастрофи.

Це припущення підтверджується як у коментарях до цих актів, так і подекуди в тексті самих актів твердженнями, що вони спрямовані на нормалізацію відносин на фінансових ринках, убезпечення їх від можливого повторення минулої фінансової кризи [42] [43]. На мій погляд, усвідомлення цього факту дозволяє краще зрозуміти прийняте в ЄС регулювання деривативних контрактів.

1) MiFID II.

MiFID II – нова редакція MiFID, що була прийнята в рамках реформи регулювання ринків фінансових інструментів після завершення Світової фінансової кризи 2008 року. Зважаючи на те, що директива набула чинності у січні 2018 року, на її змісті відобразилися не лише зазначені економічні зміни, але й політичні (Брекзінт).

MiFID, прийнята у 2007 році, була зустрита шквалом значної критики та коментарями, що закон є «сирим» та недоопрацьованим. Це пов'язано з тим, що його розробники в ході роботи над ним пішли на численні компроміси, що відобразилося на змісті та якості директиви. Економічна криза підтвердила, що подальша робота з законом та фактичне ігнорування цих недоліків є неможливим, оскільки вони становлять більшу небезпеку для ринку в цілому та інвесторів зокрема, ніж будь-які ризики, які можуть бути створені альтернативою [44].

Аналізуючи MiFID II для цілей цього дослідження, необхідно зауважити, що сфера її дії поширюється на всі види цінних паперів та інших деривативних інструментів [42]. Утім, вона [сфера дії] не має екстратериторіального характеру, тобто поширюється на європейські транзакції, укладені інвестиційними фірмами, що зареєстровані та діють на території ЄС [45]. З огляду на це, як правило, сфера дії директиви не поширюється на українські транзакції – за винятком випадків, коли одна з сторін все таки є резидентом ЄС, що провадить свою діяльність на території ЄС і відповідно до режиму, встановленого MiFID II.

Таким чином, MiFID II може впливати на транзакції, вчинені за межами ЄС, через накладення обмежень на сторону транзакції, яка зареєстрована в ЄС, а отже підвладна юрисдикції директиви.

У цьому контексті треба зауважити, що частково положення MiFID II було імплементовано у новій редакції Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки [46, с. 50-51]. Зокрема, у рамках цих зусиль у закон було введено поняття деривативних контрактів та підкреслено, що опціон за своєю природою є деривативним контрактом. На мій погляд, це підтверджує необхідність

здійснення аналізу директиви та порівняння встановленого нею режиму регулювання опціонів з прийнятим в українському законодавстві.

MiFID II не містить наративного визначення деривативного контракту та опціону. В основній частині акту цей термін вживається лише один раз, для визначення поняття «енергетичних деривативних контрактів» (до яких директива відносить товарні опціони щодо вугілля та нафти, що торгуються на OTM).

Згадки про опціони містяться у Секції С («Фінансові інструменти») Додатку 1 «Перелік послуг, видів діяльності та фінансових інструментів». Здійснивши аналіз цього фрагмента акта за схемою, аналогічною до використаної для аналізу українського закону у розділі першому, можна стверджувати таке:

– MiFID II класифікує опціони як фінансові інструменти¹⁷ (їх внесено до переліку, встановленого у Секції С), за винятком випадку, коли опціони можуть бути виконані у вигляді фізичної поставки, призначені для комерційних цілей та мають характеристики інших деривативних інструментів. Аналогічного змісту застереження міститься у ч. 2 ст. 7 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, що дозволяє виснувати, що структура цього положення є частиною загальних зусиль з імплементації MiFID II в українське законодавство.

– MiFID II відносить опціон до деривативних контрактів¹⁸ («опціони... та будь-які інші деривативні контракти щодо цінних паперів», «опціони ... та будь-які інші деривативні контракти, що стосуються товарів, які повинні або можуть бути виконані у вигляді грошових розрахунків» тощо).

Вважаю, що ключовим аспектом регулювання MiFID II опціонів є встановлені нею правила для укладення та виконання біржових та деривативних

¹⁷ MiFID II послуговується терміном «фінансові інструменти» (англ. «financial instruments») замість «деривативні фінансові інструменти» (англ. «derivative financial instruments»). Така термінологія властива більшості англійських джерел.

¹⁸ MiFID II послуговується терміном «деривативи» (англ. «derivatives») замість «деривативні контракти» (англ. «derivative contracts»). Така термінологія властива більшості англійських джерел. На позначення «деривативних цінних паперів», як правило, використовують термін «securities».

контрактів, укладених поза організованим ринком. У цій частині нововведенням MiFID II (яке було імплементоване в українське законодавство) було введення поняття «організованого торговельного майданчика, ОТМ» (*англ.* organized trading facility, OTF). Створення ОТМ є частиною європейських зусиль щодо підвищення прозорості у торгівлі деривативними інструментами, виведення їх з-під темних пулів¹⁹.

Комплексний аналіз MiFID II дозволяє виснувати, що підвищення прозорості у торгівлі деривативними інструментами є однією з основних цілей директиви. Порівняльний аналіз директиви, Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки та підзаконних актів дозволяє стверджувати, що її стрижневі положення було імплементовано. У цій частині варто зауважити такі особливості встановленої MiFID II системи:

- ліміти позицій, яких учасник ринку деривативних контрактів зобов'язаний дотримуватися для запобігання зловживанням на ринку, підтримання належних умов ціноутворення та розрахунків [42];
- вимоги щодо прозорості діяльності БТМ чи ОТМ та здійснення інвестиційними фірмами та операторами ринку, які керують роботою БТМ чи ОТМ, постійного моніторингу дотримання правил БТМ, ОТМ їх членами, учасниками або користувачами [42].

Дослідження MiFID II треба пов'язувати з аналізом MiFIR, зважаючи на тісні зв'язки між цими актами, а також той факт, що регламент, на відміну від директиви, за своєю природою є законодавчим актом з обов'язковою юридичною силою. У той час як MiFID II є скоріше орієнтиром для держав ЄС у частині регулювання фінансових ринків, на підставі якого вони можуть створювати власне законодавство, то MiFIR діє зобов'язально.

2) *MiFIR*.

MiFIR та MiFID II, на мою думку, доповнюють одне одного, маючи комплементарний ефект. MiFIR також фокусується на питаннях, пов'язаних із

¹⁹ Темні пули – приватні майданчики, що сприяють обігу фінансових інструментів, угоди на яких не є публічними.

забезпеченням прозорості при укладенні торгових угод, єдиних підходів до інформування про такі договори, забезпечення недискримінаційних підходів при взаєморозрахунках для фінансових інструментів, та їх уніфікації [47]. Аналогічно з MiFID II, зазначені стандарти звітності було використано при розробці нової редакції Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки [46, с. 50-51].

Серед ключових аспектів регулювання, передбачених MiFIR, на мою думку, можна виділити:

– встановлений обов'язок здійснення торгівлі деривативними контрактами на регульованих ринках, БТМ чи ОТМ, якщо такі контракти не є внутрішньогруповими операціями [47];

– зобов'язання щодо прозорості діяльності торговельних майданчиків, оприлюднення інформації про фінансові інструменти, якими торгують на торговельному майданчику [47].

Щодо визначення опціону, то в тексті MiFIR воно відсутнє. Відповідний термін міститься в іншому акті ЄС, який доповнює MiFIR – Делегованому регламенті Комісії (ЄС) № 2017/583 від 14 липня 2016 року (Додаток III) [48]. Зазначене визначення є наративним та за змістом є схожим з прийнятим в українському законодавстві. Ключовим висновком, який можна зробити з його аналізу є, очевидно, те, що MiFIR (через доповнюючий акт), так само як MiFID II визначає опціон як деривативний контракт.

3) *EMIR*.

Основною відмінністю EMIR від законодавчих актів, розглянутих вище, є його фокус виключно на деривативних контрактах, укладених поза організованим ринком, та врегулюванні пов'язаних з ними ризиків.

Зокрема, EMIR встановлює зобов'язання про здійснення клірингу для певних категорій деривативних контрактів для мітигації ризику контрагента (*англ.* counterparty risk), який розглядався вище в контексті Генеральної угоди ISDA і полягає у потенційному невиконанні стороною своїх зобов'язань за деривативним контрактом.

Для деривативних контрактів, які не проходять через центрального контрагента, регламент встановлює ряд способів мітигації ризиків. Зокрема:

- забезпечення доступності процедур для своєчасного підтвердження умов деривативного контракту, укладеного поза організованим ринком;
- забезпечення своєчасного обміну забезпеченнями щодо деривативних контрактів, укладених поза організованим ринком²⁰.

Крім цього, регламентом встановлено схожі з описаними вище в частині MiFID II та MiFIR зобов'язання щодо розкриття інформації, про укладення деривативних контрактів поза організованим ринком.

Вимоги регламенту частково втілені у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки, а також у підзаконних нормативних актах (рішеннях НКПЦФР).

4) Роль ESMA в правовому регулюванні опціонів.

ESMA є регулятором та наглядовим органом фінансових ринків ЄС. Вищезазначені законодавчі акти ЄС передбачають ряд повноважень для ESMA в частині нагляду за деривативними контрактами, зокрема опціонами. Серед них можна виділити:

- встановлення лімітів позицій, яких учасник ринку деривативних контрактів зобов'язаний дотримуватися [47];
- здійснення регулярного моніторингу діяльності щодо деривативів, які не були оголошені такими, що підлягають обов'язку щодо торгівлі, для виявлення випадків, коли певний клас контрактів може становити системний ризик [49];
- розробку регуляторних технічних стандартів, передбачених законодавством ЄС [47] [49] (зокрема, стандартів, необхідних для визначення методології «розрахунку, яку повинні застосовувати компетентні органи при встановленні лімітів позицій для найближчого місця постачення та лімітів позицій для інших місяців для товарних деривативів, що виконуються на умовах

²⁰ NB: Регламентом передбачено можливі звільнення від зобов'язання для внутрішньогрупових транзакцій.

фізичного постачення або грошових розрахунків, на основі характеристик відповідного деривативу» [49]).

У цьому контексті можна зауважити, що український законодавець у новій редакції Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки наділив НКЦПФР схожими повноваженнями (наприклад, встановлення вимог та показників, що обмежують ризики учасників організованого ринку деривативних контрактів, зокрема встановлює методику розрахунку лімітів позицій, яких учасник організованого ринку деривативних контрактів зобов'язаний дотримуватися за товарними деривативними контрактами [9]).

2.1.3. Загальна характеристика окремих національних моделей регулювання опціону.

1) Сполучене Королівство (Англія та Вельс).

Історія опціону в Сполученому Королівстві є напевно однією з найдовших, адже його почали використовувати в спекулятивних практиках у 1690-х роках після завершення Славної Революції та поширення на англійський ринок значного впливу Нідерландів [50, с.498-500]. Дослідження правового регулювання цього інструменту для цілей цієї роботи буде обмеженим правом Англії та Вельсу як більш звичним та розвинутим. Зважаючи на особливості правової системи (прецедентність), значну увагу, на мою думку, потрібно приділити судовій практиці.

До виходу Сполученого Королівства з ЄС регулювання опціону в Англії було аналогічним прийнятому в законодавстві ЄС – на територію країни поширювалися дія регламентів ЄС, проаналізованих вище, та у законодавство було імплементовано прийняті органами ЄС директиви.

Треба зауважити, що аналіз продемонстрував відсутність суттєвих прийнятих після Брекзиту змін до законодавства в частині врегулювання

деривативних контрактів, оскільки вони переважно дублювали попередньо імплементовані положення законодавства ЄС.

Однак, у частині законодавчого регулювання опціонів необхідно відзначити кардинально іншу характеристику правової природи опціону. У Постанові 2001 року про регульовану діяльність відповідно до Закону про фінансові послуги та ринки 2000 року їх, як звично, віднесено до деривативних контрактів та фінансових інструментів (див. ч. 1 Додатку 2 «Фінансові інструменти та послуги і види діяльності, пов'язані з інвестиціями») [51].

Однак, у самому Законі про фінансові послуги та ринки 2000 року опціон розглянуто лише у зв'язку з купівлею-продажем майна та визначено як «інвестицію». Хоча деривативні контракти, зокрема опціони, можуть використовуватися в інвестиційних стратегіях, що було розглянуто в розділі першому, зведення опціону до «інвестиції» має, як на мене, негативний ефект та значно звужує це поняття.

У той же час, відповідно до Закону про оподаткування компаній опціон є деривативним контрактом [52]. Власне визначення цього поняття відсутнє, а потрібно використовувати його «нормальне ринкове значення» [53]. З цього можна було б виснувати, що англійський підхід до розуміння опціону не має суттєвих відмінностей від прийнятих у решті країн Європи та ЄС загалом, якби не зазначене вище визначення у Законі про фінансові послуги та ринки.

Сучасна англійська судова практика не розглядає концепт опціону як такий – це вже було зроблено численну кількість разів сто п'ятдесят років тому. У рамках проведеного аналізу було знайдено декілька порівняно нових неординарних рішень, у яких було сформульовано висновки, які можуть знадобитися українській практиці на її етапі розвитку.

А. Важливість фактичного контексту та комерційного здорового глузду для тлумачення моменту виконання опціону

У справі *Фішборн Девелопментс Лімітед проти Стівенс (2020)* було розглянуто позов про тлумачення опціону про придбання ферми у с. Фішборн, Західний Сассекс [54]. Відповідно до договору моментом реалізації опціону мало

бути отримання дозволу на будівництво від місцевого органу влади на будь-яке будівництво на території ферми. Покупець опціону отримав дозвіл на заміну скатної покрівлі на одній з існуючих на території ферми будівель та вважав, що ця дія мала призвести до передачі права власності на ферму.

Однак, суди дійшли висновку, що передбачений опціоном дозвіл стосувався суттєвих змін та будівництва (наприклад, зведення нової будівлі). Тлумачення договору таким чином, що будь-який дозвіл, отриманий покупцем, вважався б «тригером» опціону є нелогічним та не має жодного комерційного сенсу. Особливо, зважаючи на те, що опціон дозволив би покупцю придбати ферму зі знижкою в 30 відсотків.

На мою думку, крім визначеної судом необхідності врахування фактичного контексту діяльності та комерційного здорового глузду, ця справа також підтверджує необхідність детального та однозначного драфтингу договору в частину подій, які призводять до його виконання. Наприклад, зазначену ситуацію можна було б уникнути, якщо б формулювання дозволу на будівництво містило уточнюючі ремарки на кшталт того, що прийнятним є лише дозвіл на будівництво нових будівель або суттєве перебудівництво наявних.

Б. Використання опціону, строк дії якого було декілька разів продовжено

У справі *Дентон Хоумс Лімітед проти Кобб та Кобб (2023)* сторони уклали опціон щодо придбання земельної ділянки за встановленою ціною протягом 4-річного періоду. Договором було передбачено можливість продовження строку дії опціону, якщо до кінця цього періоду девелопер не отримав дозволу на будівництво або перебував у процесі оскарження відмови у наданні дозволу, або отримав дозвіл майже перед закінченням періоду, у зв'язку з чим не встигнув прийняти обдумане рішення щодо будівництва [55].

Договір було змінено тричі для продовження строку його дії у зв'язку з тим, що девелопер декілька разів звертався за дозволом на будівництво, отримував відмову, апелював її та подавав нову заяву. Під час останньої ітерації девелопер звернувся з вимогою реалізувати опціон та звернувся для цього до суду.

Суди дійшли висновку, що застосоване у договорі формулювання не передбачало численні продовження строку договору, інакше б про це було безпосередньо зазначено.

Звідси можна виснувати, що в англійській практиці опціони мають мати чітко сформульовані положення про продовження їх строку, зокрема в частині кількаразового повторення такої операції.

В. Недійсність опціону на підставі невизначеності

У справі *Тікей Тенкерс Лтд проти ЕсТіЕкс Офшор енд Шіпбілдінг Ко Лтд (2017)* суд розглянув позов щодо дійсності опціону, у якому сторони під час його укладення не визначили дату поставки нафтових танкерів за опціоном. У контракті сторони зазначили, що дата поставки «повинна бути взаємно погоджена сторонами після заявлення [«Тікей Тенкерс»] вимоги про виконання відповідного опціону» [56].

Вважаю, що ця справа є вартою уваги з огляду на те, що хоч «дата поставки» не є істотною умовою для звичайного опціону, у цьому конкретному випадку її невизначення призвело до того, що укладений контракт по своїй суті не був опціоном. Про це, зокрема, зазначає суд, висновуючи, що опціон є недійсним, а натомість сторони підписали незобов'язуючу «угоду про досягнення домовленостей» (*англ.* agreement to agree).

Укладення опціону зумовлене бажанням сторін (або хоча б однієї з них) уникнути будь-якої можливості неотримання у майбутньому базового активу, щодо якого його укладають.

Наприклад, особа, яка купує опціон «кол» на пальне, очікує, що у разі необхідності зможе негайно його отримати на попередньо погоджених умовах. Укладаючи контракт, вона тим самим робить усе необхідне, щоб запобігти можливим затримкам на кшталт неспроможності передати відповідний актив, тому що ці барелі вже продали та очікується нова поставка, яка затримується через форс-мажор на польсько-українському кордоні.

Відповідно, віднесення будь-яких умов реалізації опціону на погодження сторонами після того, як покупець опціону заявить вимогу про його виконання,

суперечить сенсу, закладеному в контракт. Це зумовлено тим, що допускається можливість його невиконання після заявлення вимоги (наприклад, сторони можуть не домовитися про дату поставки танкерів).

Отже, звідси можна виснувати, що у певних обставинах, зумовлених специфічним характером базового активу абощо, перелік істотних умов розширюється поза умови, властиві йому як окремому інструменту. У такому разі вони також включають умови, без визначення яких не лише виконання опціону стає неможливим, але й укладений контракт суперечить духу та суті опціону.

Г. Дискреційний характер права вето на виконання опціону

У справі *Вотсон та інші проти Вотчфайндер.ко.юк Лтд (2017)* суд розглянув незвичний для українського регулювання механізм – право накладення вето на виконання опціону. Сторони уклали опціон на акції компанії, яким було встановлено, що його виконання можливе лише за умови надання згоди на це радою директорів [57].

Треба зауважити, що така практика не є поширеною в Україні, оскільки за загальним правилом сторони отримують погодження своїх органів управління до укладення договорів (контрактів), зокрема опціонів.

Члени ради директорів, вважаючи, що за договором вони як орган управління компанії мають безумовне право надавати або відкликати згоду на виконання опціону, не надали відповідної згоди, тобто наклали на виконання вето. Суд постановив про примусове виконання опціону, зауваживши, що право вето ради директорів було дискреційним і не могло здійснюватися «свавільно, довільно або необґрунтовано» [57].

На підставі аналізу зазначеного рішення та висловленої в ньому правової позиції у контексті цього дослідження, можна зауважити, що:

– по-перше, ця справа є прецедентним випадком примусового виконання опціону всупереч тому, що відповідно до умов самого контракту його виконання залежить від дискреційних рішень однієї зі сторін;

– по-друге, судом в ході розгляду справи було застосовано розширювальне тлумачення положень опціону, оскільки було зроблено висновок про існування обмежень права вето, які малися на увазі.

Треба зауважити, що це досить своєрідний спосіб забезпечення виконання опціону. Як зазначалося в частині аналізу справи «Тікей Тенкерс», оформлення опціону, який продавець може вирішити не виконувати на свою дискрецію, суперечить цілям, заради досягнення яких цим інструментом користуються.

Утім, як на мене, навіть таке розширювальне тлумачення не є достатньою мітигацією ризику, що його становить положення про право накладення вето на виконання опціону його продавцем. Поняття «розумності» та «добросовісності» є оціночними, у зв'язку з чим можливе зловживання навіть обмеженим ними правом вето.

У цьому контексті варто зазначити, що концепції «добросовісності» та «розумності» є, напевне, основним аргументом, використаним у ході тлумачення в аналізованому рішенні. Хоча, як правило, цю частину застосованої правової аргументації можна було б вважати універсальною та такою, яку можна використовувати безвідносно до обставин справи, зокрема й в українській практиці, можна сперечатися, що такий висновок буде некоректним.

Суд застосовує ці концепції, обґрунтовуючи обмеження, які він накладає на право вето ради директорів, передбачене опціоном. Як справедливо зауважують п. Роуен та п. Брукс, ця аргументація була доречною в аналізованому рішенні, оскільки існував «потенційний конфлікт інтересів, що витікав з права ради директорів надавати згоду та відмовляти у її наданні» [58].

Таким чином, потенційно можливою є ситуація, де застосовані у контракті формулювання дозволяють стверджувати, що продавець опціону має безумовне право вето його виконання і застосування аналізованої вище правової позиції неможливе. У такому випадку, звісно, можна сперечатися про доцільність укладення опціону взагалі, однак у будь-якому разі, як на мене, передбачення права вето є сумнівним ходом.

Альтернативним способом вирішення цієї проблеми є передбачення у тексті опціону детального переліку обмежень такого права замість того, щоб покладатися на застосування у ході його тлумачення загальних принципів права.

2) США.

Регулювання опціону в США на федеральному рівні є багато в чому схожим з правовим регулюванням цього інструменту відповідно до законодавства Англії та Вельсу.

Відповідно до пункту 36 параграфу 1а Сьомого кодексу США опціон є «договором, контрактом або правочином, який має характер або широко відомий у торгівлі як «опціон» ... «пропозиція», «пут», «кол» [59].

Таким чином, законодавець обрав не визначати поняття опціону на федеральному рівні, посилаючись натомість на загальноприйнятту практику. Цей підхід є схожим до використаного в англійському Законі про оподаткування компаній.

Іншим висновком, який можна зробити на підставі наведеного вище визначення є тлумачення опціону як контракту. Треба зауважити, що згадок про деривативний характер опціону законодавство США не містить. Однак, зважаючи на те, що поняття «опціонного сертифікату» на федеральному рівні відсутнє і посилання на звичайну практику, можна було б вважати, що опціон є деривативним контрактом за американським законодавством. Однак, на мою думку, з огляду на аналіз судової практики нижче «звичайною» для США практикою є не проводити різниці між звичайними договорами та опціонами як деривативними контрактами.

Зважаючи на особливості правової системи США, вважаю аналіз буде неповним, якщо обмежити його предмет лише законодавчими визначеннями. Відтак, потрібно також розглянути тлумачення опціону у судовій практиці.

Англомовні джерела виділяють дві наступні справи як «ключові» в плані тлумачення аналізованого поняття: *Федерал Хоум Лоан Мортгейдж Корпорейшн проти Комісіонера (2005)* та *Грей проти Квіллера (1960)*. Висновки, зроблені судами у цих справах, є досить подібними:

– «опціони характеризують як односторонні контракти, тому що одна сторона контракту зобов'язана вчинити дію. Тоді як інша сторона може вирішувати чи реалізовувати їй свої права згідно з цим контрактом» [60], та

– «опціон надає право здійснити покупку, без обмеження в часі, не встановлюючи зобов'язання реалізувати це право» [61].

З вищезазначеного можна виділити, що американський підхід до тлумачення опціону як одностороннього контракту відрізняється від прийнятого в українському законодавстві та практиці, які, як обговорювалося вище, дозволяють сторонам опціону передбачити взаємні права та обов'язки (зокрема, шляхом визначення премії опціону).

Наочним прикладом розуміння опціону в американській практиці є справа *Шмідт проти Бекелмана (1960)* щодо опціону про придбання землі гірничодобувної промисловості [62]. П. Шмідт, не отримавши від контрагентів формального повідомлення про укладення опціону, відкликав оферту та запропонував укласти договір третій особі, яка погодилася на купівлю ділянки за більшу ціну.

Суд здійснив аналіз опціону, спираючись на загальні норми договірного права, що містилися у Цивільному кодексі штату Каліфорнія. Зазначивши, що:

«У межах опціонного договору на купівлю нерухомості взаємність засобів судового захисту виникає лише після акцепту опціону. З моменту прийняття пропозиції покупцем формується договір купівлі-продажу, що й породжує право на вимогу щодо його примусового виконання [62]»,

суд дійшов висновку, що сторонами не було укладено опціону.

Такий підхід суттєво відрізняється від знайомого нам та досліджуваного у попередніх підрозділах цієї роботи.

Якщо у європейській практиці опціон трактують як зобов'язальний контракт (особливо для продавця, у якого з'являється обов'язок купити або продати базовий актив на вимогу покупця опціону), то американський підхід вимагає реалізації опціону для того, щоб той вважався зобов'язальним. Отже, у США до моменту внесення платежу (акцепту), опціон є лише офертою зі сторони продавця опціону, а не повноцінним договором.

У ході аналізу американської судової практики стосовно опціонів було також виокремлено своєрідну правову позицію, що встановлює необхідність прямої вказівки у тексті самого опціону на застосування положень будь-якого іншого документа як частини контракту.

У справі *Фандаментал Лонг Терм Кейр Холдінгс еЛелСі проти Кеммебіс Фандінг еЛелСі (2013)* сторони уклали опціон, відповідно до якого компанія «Кеммебіс Фандінг» отримала право придбати третину акцій (*англ.* membership units) «Фандаментал Лонг Терм Кейр Холдінгс» за ціною виконання 1000 дол. США, чим вона і вирішила скористатися.

Утім, їй було відмовлено у виконанні опціону з посиланням на операційну угоду, що діяла на «Фандаментал Лонг Терм Кейр Холдінгс» та встановлювала зобов'язання кожного нового учасника зробити внесок до статутного капіталу у розмірі 33,33% вартості компанії [63].

Суди штату Нью-Йорк, де розглядалася справа, винесли рішення на користь «Кеммебіс Фандінг», зазначаючи, що сама лише згадка про операційну угоду в тексті опціону не означає, що її положення щодо внеску до статутного капіталу (у розмірі потенційно більшому за ціну виконання опціону) мають застосовуватися сторонами під час реалізації опціону.

Схожого змісту питання суд розглядав у справі *Шрон проти Траутман Саундерс еЛелПі (2013)*, де Шрон, як контролюючий компанією «Кеммебіс Еквіті Холдінгс еЛелСі», уклав опціон на придбання 99,99% акцій компанії «еСВіКейр Холдінгс еЛелСі». Одночасно він уклав через іншу свою компанію договір позики з продавцем опціону. Продавець опціону потім відмовився виконувати його, спираючись на те, що сплата договору позики, яку так і не було здійснено, була умовою для передачі акцій [58].

Аналогічно, суд вирішив, що комплексний аналіз опціону не дає підстав вважати, що твердження «еСВіКейр Холдінгс еЛелСі» є правдивими, та що договори мали тлумачитися разом або як частина одне одного.

Важливість цих рішень у контексті тлумачення опціону полягає у підкресленні самостійного характеру контракту. Згадки інших угод у його тексті

не роблять їх його частиною автоматично, без відповідної прямої вказівки на це. А отже посилається на сторонні документи як «умови для виконання» (англ. *condition precedent*) опціону не можна, якщо протилежного не вказано у тексті самого контракту.

3) Сінгапур

Основним законодавчим актом, який регулює ринки капіталу у Сінгапурі, є Закон про цінні папери та ф'ючерси 2001 року. Він не містить визначення опціону, але визначає деривативні контракти, як:

- «(1) будь-який договір або домовленість, де сторона ... зобов'язана або може бути зобов'язана виконати всі або частину своїх зобов'язань за договором або домовленістю в певний момент у майбутньому; та
- (2) будь-який договір або домовленість, де вартість договору або домовленості встановлюється (прямо або опосередковано, повністю або частково) з огляду на, залежить від або змінюється у зв'язку з:
- (А) вартістю або розміром одного чи кількох базових показників; або
- (В) змінами (коливаннями) у вартості або розмірі одного чи кількох базових показників. [65]»

З огляду на те, що опціон за своєю природою відповідає зазначеному визначенню, можна вважати, що відповідно до законодавства Сінгапуру, він є деривативним контрактом. Це підтверджується також Регламентом Сінгапуру про податок на прибуток, який включає опціон до переліку прикладів деривативів [66].

Для правової системи Сінгапуру судова практика має таке ж велике значення, як і для досліджуваних у попередніх розділах Сполученого Королівства та США. Більше того, судді Сінгапуру часто у своїх рішеннях посилаються на рішення англійських суддів.

У рамках цього аналізу вважаю доцільним розглянути досить відоме рішення суду Сінгапуру щодо опціону на продаж землі – *Тай Тонг Ріелті Ко. Пр. Лтд. проти Галстон та Анор* (1973) [67]. Однією з умов опціону був продаж землі «за умови укладення договору [купівлі-продажу]». Формального контракту сторони не підписували, але покупці опціону сплатили за нього ціну.

Суд, посилаючись на вищезазначену умову опціону, виснував, що власне опціону укладено не було, тому що не було підписано формального письмового договору.

Як на мене, були обґрунтовані причини вважати, що опціон було укладено та він є зобов'язальним для продавця. Зокрема, про це свідчить проігнорований у рішенні факт сплати ціни договору покупцями опціону та її безповоротний характер.

Крім цього, на мою думку, це дуже вузьколобий підхід до тлумачення опціону. Він дещо схожий до прийнятого у справі Шмідт проти Бекелмана, яку аналізували вище. Як на мене, аналогічно із зазначеною справою, він суттєво відрізняється від прийнятого в європейській практиці.

2.2. Особливості національного правового регулювання опціонів.

Спираючись на вищенаведені міркування щодо правової природи опціону та його регулювання в міжнародних актах та інших правових системах, можливим є аналіз та оцінювання якості українського національного регулювання досліджуваного інструмента.

2.2.1. Визначення опціону в українському законодавстві.

Здійснивши пошук за параметром «опціон» на офіційному вебпорталі Верховної Ради України, можна отримати результат, що включає кілька сотень документів, включно з тими, що втратили чинність до березня 2025 року. Лише десять з них містять власне визначення терміна, а не просто побіжно його згадують. Унікальними з них можна назвати не більше чотирьох.

Зазначене вище дає підстави вважати, що у чинному законодавстві немає єдиного загальноприйнятого визначення «опціону».

ЦК України не містить визначення ані деривативних контрактів загалом, ані опціону зокрема. Зважаючи на те, що, як зазначалося вище, визначення «деривативного контракту» та тлумачення опціону як такого порівняно нове та пов'язане з імплементацією в українське законодавство стандартів законодавства ЄС, цю прогалину легко пояснити.

З огляду на те, що опціон належить до інституту зобов'язального права, то в ході розгляду питання врегулювання ЦК України опціону та пов'язаних з ним відносин потрібно звертатися до загальних норм договірного права.

Так, на мій погляд, ЦК України закладає фундамент для існування та функціонування опціону як інституту цивільного права, встановлюючи, що «сторони мають право укласти договір, який не передбачений актами цивільного законодавства, але відповідає загальним засадам цивільного законодавства» [21] та «зміст договору становлять умови (пункти), визначені на розсуд сторін і погоджені ними, та умови, які є обов'язковими відповідно до актів цивільного законодавства» [21].

Спираючись на зазначені положення цивільного законодавства, а також п.3 ч. 2 ст. 31 Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, сторони можуть самостійно визначати зміст опціону, не користуючись стандартизованими документами або що.

Як зазначалося вище, законодавство України містить декілька визначень опціону. Хоча про якість більшості з них можна посперечатися, а те, що визначення, яке міститься у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки, є найновішим, найбільш коректним та по суті єдиним ефективним, є безсумнівним фактом, дослідити їх треба.

Визначення «опціону» (або хоча б згадки про нього) містяться в окремих документах НБУ, ДКЦПФР та тепер НКЦПФР. Утім, зауважу, що ані НКЦПФР, ані її попередниця ДКЦПФР жодного разу не тлумачили «опціон». Натомість, комісія, як правило, обмежується формулюваннями на кшталт «поняття

«опціон» вжито у значенні, визначеному Законом [про ринки капіталу та організовані товарні ринки]».

У документах НБУ опціон визначали як «контракт» або «угоду». Варто зауважити, що у Методичних вказівках інспектування банків підкреслено, що опціон – це «угода, аналогічна форварду та ф'ючерсу» [68]. Застосування такого формулювання дозволяє зробити висновок, що українські державні інституції врегульовували опціон як деривативний контракт та фінансовий інструмент навіть у період, коли законодавець не оперував такими поняттями.

Іншим законодавчим актом, який потрібно розглянути для повноти аналізу цього аспекту правового регулювання опціону, є визначення його в податковому законодавстві. ПК України та акт, що є його духовним провісником – Закон про оподаткування прибутку підприємств, – оперують суттєво іншою термінологічною базою та не інкорпорують поняття «фінансових інструментів», «деривативних фінансових інструментів» тощо. Окрім цього, податкове законодавство не інтегрувало стандарти законодавства ЄС, зокрема окреслених вище MiFID I, чинної на момент прийняття ПК України, та прийнятої їй на заміну MiFID II. Відповідно, зміни внесені до вітчизняного законодавства у 2020 році для імплементації цих актів також не торкнулися ПК України.

Повертаючись до визначення опціону у податкових законодавчих актах, то перша редакція Закону про оподаткування прибутку підприємств, що містила згадку про опціон, оперувала терміном «операція з опціоном» – «господарська операція суб'єкта підприємницької діяльності, що передбачає продаж (купівлю) опціону ... з фіксацією ціни реалізації на дату укладення (придбання) опціону» [69]. Застосоване формулювання містить схожі елементи з прийнятим зараз визначенням опціону, з чого я висновою, що ця редакція закону врегульовувала його як угоду.

Пізніша редакція закону визначає опціон як дериватив, якому, у свою чергу, надається значення стандартного документа, що засвідчує право та/або зобов'язання щодо активів [70]. На мій погляд застосований підхід до визначення є некоректним, з огляду на те, що він концентрується більше на формі договору,

аніж на його правовій природі. Утім, використані формулювання на кшталт «за рішенням сторін контракту» дозволяють вважати, що по суті мова йде про договір. У цьому контексті варто також зазначити, що схожого змісту визначення було використано у декількох підзаконних актах, зокрема Положенні про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів [71].

ПК України також вважає опціон деривативом, який продовжує визначатися за формою, аніж за змістом («документ, що засвідчує право») [25]. Однак, визначення самого опціону було значно вдосконалено, адже його тепер визначають як «договір цивільно-правового характеру».

Підсумовуючи вищезазначене можна підтвердити тезу, що єдиної дефініції опціону у законодавстві України немає. Однак, як на мене, важливішим є висновок, що незважаючи на це, законодавство притримується більш-менш єдиного розуміння природи опціону, а саме загального визнання договірної природи опціону. Деякі з них, як визначення, передбачене у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки, є цілісними та повністю характеризують інструмент, у той час як інші є дещо некоректними або неточними, але всі вищеперелічені акти сходяться в тому, що опціон є угодою (договором).

На мою думку, важливість цього аспекту полягає в єдності правозастосування, адже єдине законодавче розуміння опціону дозволяє однаково його тлумачити та застосовувати відповідні законодавчі норми як суб'єктам бізнесу, що послуговуються ним як інструментом, так і судам.

2.2.2. Законодавче регулювання опціону.

Основним законодавчим актом, який регулює опціони та пов'язані з ними операції, є Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки. Дія цього закону поширюється як на опціони, укладені на організованому ринку деривативних контрактів, так і поза ним.

В частині регулювання опціонів цим законом необхідно виділити обов'язок оператора регульованого ринку «забезпечити наявність механізмів підтримання ліквідності на регульованому ринку, управління діяльністю якого він здійснює» щодо:

- опціонів, базовим активом яких є цінні папери:
 - акції, щодо яких існує ліквідний ринок,
 - цінні папери біржових інвестиційних фондів, щодо яких існує ліквідний ринок;
- опціонів на індекси акцій, щодо яких існує ліквідний ринок [9].

Через 90 календарних днів з дня завершення воєнного стану набере чинності Положення щодо здійснення професійної діяльності з організації торгівлі фінансовими інструментами²¹, яке, серед іншого, визначає основні засади та вимоги до діяльності з організації укладення деривативних контрактів на регульованому ринку деривативних контрактів, БТМ деривативних контрактів [10]. Аналіз змісту цього положення дозволяє висувати, що він імплементує окремі положення законодавства ЄС, зокрема в частині допуску та припинення допуску деривативних контрактів до торгів на організованому ринку деривативних контрактів.

2.2.2.1. Опціони та опціоноподібні конструкції в українському законодавстві.

Незважаючи на те, що правове регулювання опціонів в Україні досі знаходиться на досить ранніх етапах розвитку, цей інструмент використовують на практиці, зокрема у корпоративному управлінні.

У цьому контексті вважаю необхідним проаналізувати Закон №1984-VIII. Незважаючи на те, що цей закон не вживає поняття «опціон» або «опціонний

²¹ Відповідно до п.3 Рішення НКЦПФР №879.

контракт», інструменти ним передбачені за своєю природою є опціонами, у зв'язку з чим я вважаю цей акт частиною законодавчого регулювання опціонів в Україні.

Законом доповнено ЦК України статтею 658-1, відповідно до якої сторони договору купівлі-продажу домовляються, що одна сторона придбає в іншій «право розірвати договір в односторонньому порядку» [21]. За своєю природою такий інструмент є опціоном, адже передбачає право, але не обов'язок на власний розсуд вчинити певну дію (розірвати договір). У цій частині він є досить схожим з опціоном «пут» (право, але не обов'язок продати базовий актив).

Як і звичайний опціон, цей інструмент або реалізується у певну дату/період (через одностороннє розірвання), або припиняється (опціон можна реалізувати протягом певного строку або до певної дати, однак лише за умови, що сторона, яка набула право розірвати договір, не заявить вимогу про виконання договору).

Хоча прямо премія опціону в цій нормі не згадується, формулювання «придбати в іншій сторони право розірвати договір» дозволяє виснувати, що плата за право передбачається. Однак, можна сперечатися, що відсутність прямої згадки про це є суттєвим недоліком цього закону та потребує виправлення.

Коментуючи цей інструмент треба відзначити, що це перший (та наразі єдиний) в українському законодавстві приклад визнання одностороннього (без згоди іншої сторони) права на розірвання договору. Він становить досить значний відступ від традиційного зобов'язального права, адже воно оперує поняттям двосторонності договору (ч. 3 ст. 626 ЦК України) та взаємності прав та обов'язків сторін.

Щодо практичного значення цього інструменту, то я вважаю його можна використовувати у М&А транзакціях, зокрема договорах купівлі-продажу часток участі у статутному капіталі товариства / цінних паперів.

Наприклад, існує товариство з обмеженою відповідальністю Т (ТОВ Т), у якому є п'ятеро учасників: один мажоритарний учасник – іноземна юридична особа, – та четверо фізичних осіб-міноритаріїв. Мажоритарний учасник пропонує угоду, у ході якої він викупить у міноритарних учасників їх частки у

ТОВ Т. Угода є вигідною для всіх учасників ТОВ, але сильно залежить від іншої угоди, яку мажоритарний учасник укладає закордоном. Якщо не відбудеться закордонна угода, він не бачить сенсу викуповувати частки у ТОВ Т.

У той же час, реалізація цієї закордонної угоди можлива лише за умови, що мажоритарний учасник надасть контрагенту підтвердження, що він викупив частки міноритаріїв ТОВ Т (підписані акти приймання-передачі). Якщо закордонна угода не відбудеться, він хоче мати можливість «реверснути» зміни та перереєструвати склад учасників як було до цього. По суті, він потребує своєрідного положення про вихід з угоди.

Відповідно, мажоритарний учасник може запропонувати міноритаріям укласти договір про одностороннє припинення договору купівлі-продажу, відповідно до якого вони домовляються, що у день укладення договору купівлі-продажу буде зареєстровано передачу часток у ЄДР, але повністю договір купівлі-продажу буде виконано – здійснено всі розрахунки – після закінчення закордонної угоди.

Таким чином, якщо закордонна угода не відбудеться у зазначений період, мажоритарний учасник може реалізувати одностороннє припинення договору. На підставі цього документа, він та міноритарії можуть звернутися до державного реєстратора для перереєстрації часток у ЄДР.

Передбачений Законом №1984-VIII договір про реалізацію прав учасників (засновників) товариств з обмеженою відповідальністю є цікавим лише з історичної точки зору [72]. Його було включено до Закону про господарські товариства, однак відповідний розділ втратив чинність після прийняття нового Закону про ТОВ та ТДВ. Норму, яка врегульовувала договір про реалізацію прав учасників (засновників) товариств з обмеженою відповідальністю було переформульовано, а сам договір став «корпоративним договором».

Ч.3 ст.7 Закону про ТОВ та ТДВ встановлено, що «корпоративний договір може передбачати умови або порядок визначення умов, на яких учасник має право або зобов'язаний купити або продати частку у статутному капіталі (її частину), а також визначати випадки, коли таке право або обов'язок виникає»

[73]. За своєю суттю це положення створює можливість укладення опціону щодо частки у статутному капіталі ТОВ.

Зазначене положення передбачає можливість укладення опціону «кол» (право купити, зобов'язання продати частку) або опціону «пут» (право продати, зобов'язання купити частку). Як і проаналізована вище норма стосовно договору про одностороннє припинення договору купівлі-продажу, це положення жодним чином не врегульовує плату за користування правом (премію опціону), що є його суттєвим недоліком. Однак, інші елементи опціону передбачені, а саме тригер, строк опціону.

Доцільним вважаю розглянути його застосування на практиці. Наразі немає розробленої публічної практики укладення таких корпоративних договорів, з огляду на те, що вони є конфіденційними. Як правило, якщо корпоративний договір укладають, то про цей факт відомо лише учасникам-підписантам. Наразі жодні новинні вирізки про М&А транзакції не згадували користування таким інструментом²². Опитування серед колег по цеху, яке було проведено в рамках переддипломної практики, показує, що наразі ніхто, включно з творцями норми, не зустрічав її використання на практиці у такому значенні. Немає також законодавчих вказівок або теоретичних міркувань на цю тематику, тому мої висновки ґрунтуються виключно на власних припущеннях.

Продовжуючи історію з ТОВ Т, припустимо, що це товариство з чотирма учасниками, кожен з яких має рівну частку у статутному капіталі. З огляду на те, що бізнес є досить розвинутим та прибутковим, іноземна юридична особа, лідер на європейському ринку у відповідній індустрії (наприклад, ІТ), вирішила придбати частку у ТОВ Т. Однак, гарантії того, що це товариство продовжуватиме бути прибутковим (і що його успіх не залежить прямо від учасників, а залишення ними бізнесу не матиме негативного ефекту на нього), немає.

²² На мій погляд, якщо б юристи працювали над розробкою такого положення корпоративного договору та мали можливість розкривати таку інформацію, то вони б прокоментували або інструмент або хоча б факт його використання.

Консультанти такої іноземної юридичної особи можуть запропонувати їй наступне вирішення проблеми. Вона може придбати 49% статутного капіталу товариства, стати мажоритарним учасником, та дозволити попереднім учасникам залишитися в якості міноритаріїв. На решту 51% можна укласти опціон «кол» строком на п'ять років, який передбачити у корпоративному договорі, що його укладуть учасники ТОВ для врегулювання питань управління ТОВ у період після придбання іноземною юридичною особою своєї частки.

Якщо через п'ять років, ТОВ Т продовжуватиме залишатися прибутковим підприємством і, будучи всередині фірми, іноземна юридична особа визначить, які сфери можуть «провиснути» без міноритарних учасників і потребують інших, незалежних спеціалістів, вона може скористатися опціоном та придбати решту часток у статутному капіталі ТОВ.

Для забезпечення реалізації опціону, сторони можуть скористатися іншим інструментом передбаченим Законом про ТОВ і ТДВ, а саме безвідкличною довіреністю. Міноритарні учасники видають на представників мажоритарного учасника безвідкличні довіреності строком на п'ять років. У разі, якщо іноземна юридична особа вирішить викупити решту статутного капіталу ТОВ, а міноритарні учасники чинитимуть опір або вимагатимуть збільшення ціни продажу, вона зможе придбати відповідні частки у примусовому порядку, скориставшись безвідкличними довіреностями.

Повертаючись до реалізації опціону, якщо ТОВ Т виявиться не такою прибутковою або перспективною, як здавалося раніше, і необхідність у придбанні решти часток зникне, іноземна юридична особа може просто не користуватися опціоном та дочекатися закінчення його строку.

Розглянувши вищезазначені інструменти можна зробити такі висновки про них в цілому. Хоча термін «опціон» не вживається щодо жодного з них, за своєю природою вони є опціонами (або, радше, опціоноподібними конструкціями). Утім, їхнє регулювання містить суттєві недоліки, як от неврегульованість питання оплатності таких угод, відсутність будь-яких вказівок щодо їх реалізації.

2.2.3. Врегулювання опціону в українській судовій практиці.

Загальновідомим фактом є те, що роль судової практики в Україні є значно меншою, ніж у вищезгаданих США, Сполученому Королівстві, Сінгапурі, зважаючи на нашу приналежність до романо-германської системи права. Утім, варто погодитися з зауваженням д-ра Завгороднього В.А., що «під судовою практикою розуміються сформовані судом як нормативні, так і правоінтерпретаційні правоположення» [74, с. 18]. Розпочинаючи роботу над цією секцією дослідження я мала сумніви, що українські суди дійшли до будь-яких «правоположень» в частині опціонів. Аналіз судової практики дозволив дійти невтішних висновків, що станом на сьогодні українські суди не здійснювали тлумачення цього поняття або з ним пов'язаних.

Викладення аналізу практики доцільно з статистичних даних, на яких частково базується зазначений вище висновок.

У Єдиному державному реєстрі судових рішень за заданим параметром «опціон» знайдено 3375 рішень, що, керуючись здоровим глуздом, мало б бути достатнім для формування сталої судової практики. Однак, доповнення параметрів пошуку значно зменшує кількість знайдених документів:

- 1117 рішень було ухвалено (постановлено) з 01.07.2021 (дня набрання чинності Законом про ринки капіталу та організовані товарні ринки);
- Із зазначених 1117 рішень лише 490 є постановами або рішеннями суду, тобто постановленими (ухваленими) в ході розгляду справи по суті;
- Із зазначених 490 рішень лише 280 були ухвалені (постановлені) в ході розгляду справи за правилами господарського або цивільного судочинства;
- Із зазначених 280 рішень 244 стосуються стягнення безпідставно набутих коштів, премії опціону, заборгованості тощо.
- Із 36 рішень, що залишилися: (а) половина стосується не опціону, а товариств з обмеженою відповідальністю, у назвах яких міститься слово опціон, (б) два стосуються опціонного сертифіката, (в) решта побіжно згадують слово

«опціон» або в частині опису ціни договору (у спорах між сільськогосподарськими підприємствами), або для зауваження, що опціон було укладено сторонами спору.

– Для контрасту, із 2258 рішень, ухвалених (постановлених) до 01.07.2022 лише 142 є постановами або рішеннями суду, що були ухвалені (постановлені) в ході розгляду справи за правилами господарського або цивільного судочинства та не стосувалися стягнення безпідставно набутих коштів, премії опціону, заборгованості тощо.

– З них 59 розглядали опціонні сертифікати, послуговуючись при цьому поняттям «опціону». З рішень, що залишилися жодне не посилається і навіть не згадує чинний на той час Закон про цінні папери та фондові ринки.

На мою думку, відсутність судової практики як такої пояснюється наступними причинами.

По-перше, законодавче регулювання інструменту є порівняно новим. Це є поширеною причиною. Наприклад, багато норм Закону про ТОВ та ТДВ досі не розглядали суди, незважаючи на те, що він є чинним протягом довшого періоду часу, аніж Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки.

До прийняття нової редакції Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки у законодавстві було відсутнє чітке визначення опціону. Більше того, на практиці його плутали з опціонним сертифікатом (досить очевидним інструментом), і, ймовірно, не бачили сенсу детальніше його досліджувати.

По-друге, – і ця причина витікає з попередньої, – через попередньо кволе законодавче регулювання, цей інструмент мало використовувався. Точніше, врегульований українським законодавством інструмент мало використовували, а натомість спиралися на іноземне право.

Тут можна провести аналогію з М&А транзакціями, що переважно врегульовуються іноземним правом (найчастіше англійським), яке передбачає численні механізми для убезпечення сторін транзакції (компенсації (*англ.* indemnity), запевнення (*англ.* warranties & representations) тощо). У той же час в українській практиці ці механізми або не існують взагалі або запроваджені для

обмеженого кола осіб (компенсації можуть використовуватися резидентами режиму Дія.Сіті, оскільки цей механізм є передбачений Законом про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні [75]). Те, що в українських судах мало спорів, пов'язаних з M&A транзакціями, не означає, що їх не укладають – їх просто не врегульовують за українським законодавством.

Аналогічно, на мою думку, опціони укладали, але врегульовували їх відповідно до іноземного законодавства, у зв'язку з чим не зверталися до українських судів для вирішення спорів.

Пов'язаною причиною є також побоювання суб'єктів господарювання звертатися до українських судів через відсутність судової практики та обмежені можливості отримання компенсації збитків відповідно до чинного законодавства.

Опціони використовують не лише у досить буденних ситуаціях як от купівля сільськогосподарської продукції чи палива або енергетики, але й в міжнародних структурах, венчурних угодах тощо. Відповідні договори не лише можуть бути врегульовані іноземним правом, але й часто включають арбітражні застереження. Тобто, знову ж таки, до українських судів для вирішення спорів з опціонами можуть просто не звертатися.

Таким чином, на мою думку, можна пояснити практичну відсутність адекватної судової практики щодо опціонів.

Утім, опосередкованість наявної судової практики все рівно дозволяє зробити окремі висновки та краще зрозуміти проблеми правового регулювання опціонів в Україні.

Відсутність згадок Закону про цінні папери та фондові ринки та пізніше Закону про ринки капіталів та організовані товарні ринки разом з поняттям опціону у наявних судових рішеннях. На мою думку, це свідчить, що суди не трактують опціон як деривативний контракт, та, відповідно, фінансовий інструмент, а обмежуються розумінням його як договірної конструкції. Цей висновок, зокрема, підтверджує аналіз Постанови Верховного Суду від 16 квітня

2019 року у справі № 922/793/18, де суд аналізував положення опціону, спираючись на положення ЦК України та ГК України [76].

У цьому контексті варто проаналізувати зазначену постанову Верховного Суду, зважаючи на те, що вона є досить цікавим об'єктом правової думки та практично єдиним судовим рішенням, де досліджується опціон як правова конструкція.

З огляду на дату прийняття постанови, її дослідження має значення в історичному контексті, адже викладені у ній правові позиції зараз можна вважати не такими актуальними. У справі суд аналізував конструкцію опціону, який на той момент не був визначений у Законі про цінні папери та фондові ринки. Утім, з посиланням на принцип свободи договору та аналогію права, суд непрямим чином підтвердив, що, незважаючи на відсутність прямого законодавчого регулювання, цей інструмент є дійсним і застосовним.

Зважаючи, що зараз опціон досить добре врегульований законом, актуальність цього твердження може втрачатися, утім воно незмінно важливе, як на мене.

Повертаючись до аналізу наявної судової практики стосовно опціону, можна виснувати, що суди не розглядають природу опціону – у постанові вище суд не ставить питання чи опціон, який був «додатком до договору оренди», є окремим самостійним договором, додатковою угодою до договору оренди чи його умовою. Однак, зважаючи на твердження, що він є невід'ємною частиною зазначеного договору оренди, можна припустити, що суд тлумачить його як частину договору оренди, а не самостійний договір.

2.2.4. Проблеми національного правового регулювання опціону.

У ході викладеного у попередніх підрозділах цієї роботи аналізу було побіжно згадано існування деяких виявлених проблем правового регулювання опціонів в Україні. Зокрема, можна виокремити:

– Часткову невідповідність законодавству ЄС.

Порівняльний аналіз законодавства України в частині регулювання ринків капіталу загалом та зокрема опціонів та відповідного законодавства ЄС, дозволяє висувати про їх «поверхневу» відповідність та фрагментарний характер імплементації останнього в Україні.

Це зумовлено передусім тим, що відповідне законодавство ЄС складається не лише з двох-трьох проаналізованих актів, а десятків директив та регламентів, зокрема технічних, які формують складну бюрократичну систему та є тісно взаємопов'язаними. Імплементація лише одного акта неможлива, оскільки в ньому міститься з десяток посилань (інколи опосередкованих) на інші пов'язані акти, без яких цей акт реалізувати неможливо.

Наразі таких масштабних зусиль по перенесенню законодавства ЄС до національного не здійснювалося, з огляду на те, що:

(а) необхідним є збіг двох факторів – існування у парламенті політичної волі приймати відповідні зміни до законодавства та готовності НКЦПФР та її членів, відповідальних за цей аспект регулювання ринків капіталу, розробляти відповідні підзаконні акти, та

(б) специфіка актів ЄС полягає в тому, що частина з них (регламенти) не потребують імплементації, у зв'язку з чим, з огляду на непевність щодо моменту зміни статусу України в ЄС та значну тривалість можливого проєкту з перенесення законодавства ЄС, такий проєкт може видатися беззмістовним та неадекватною розтратою коштів.

Окрім цього, подекуди фрагментарність зусиль із імплементації законодавства ЄС зумовлена тим, що прийняті акти не набрали та найближчим часом не наберуть чинності, у зв'язку з тим, що момент набрання ними чинності пов'язаний із закінченням воєнного стану.

– Визначення опціону у чинному законодавстві.

Чинне законодавство містить декілька унікальних визначень опціону. Однак, єдності у формулюванні цієї дефініції немає.

– Невідповідність термінологічної бази у актах, що регулюють різні аспекти застосування опціону.

Термінологія, якою послуговуються у податковому законодавстві повністю не відповідає тій, якою оперує Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки.

– Проблематичність застосування до опціоноподібних конструкцій законодавства про регулювання деривативних контрактів.

У ході здійсненого для цілей цього дослідження аналізу було виокремлено ряд інструментів, які за своєю природою є опціонами, однак не визначаються законодавцем відповідні – «опціоноподібні конструкції» у підрозділі 2.2.2. У зв'язку з цим застосування до них законодавства про регулювання ринків капіталу та поширення на них встановленого ним правового режиму регулювання «опціонів» є ускладненим.

– Відсутність сформованої судової практики.

Ця проблема зумовлює існування проблем із тлумаченням інструмента «опціону» та, відповідно, його повноцінним використанням. Це призводить до того, що українським правом при регулюванні опціонів користуються рідше та з відповідними спорами до українських судів не звертаються.

Таким чином виникає своєрідне «замкнуте коло» з відсутності практики застосування інструмента – відсутності судової практики – виникнення недоліків регулювання.

2.3. Шляхи удосконалення правового регулювання опціону.

Правотворча діяльність є складним процесом, до якого треба вдаватися, спираючись на ретельно розроблений план. Я вважаю, що усунути існуючі недоліки правового регулювання опціону не можна шляхом внесення

мікроскопічних непов'язаних між собою змін до того чи іншого акту, оскільки такий підхід скоріше скидається на «лікування симптомів», а не кореня проблеми. А це зазвичай приносить негативні результати.

Серед принципів правотворчої діяльності виділяють необхідність та обґрунтованість, системність та наукове забезпечення [77]. Спираючись на них, вважаю доцільним розглянути такі шляхи вдосконалення законодавчого регулювання опціону.

Одним з основних елементів плану вдосконалення регулювання опціону є посилення зусиль по приведенню чинного законодавства у відповідність до законодавства ЄС. З моменту прийняття Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, який частково імплементував норми MiFID II, EMIR та MIFIR, до цих актів було внесено зміни. Зокрема, здійснено:

- уточнення положень щодо лімітів позицій, яких учасник організованого ринку деривативних контрактів зобов'язаний дотримуватися – відповідний термін лише побіжно згадується у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки, а підзаконного акту, що стосувався б цього питання, наразі немає.

- конкретизацію вимог до розкриття інформації інвестиційними фірмами та операторами торговельних майданчиків, які торгують товарними деривативними контрактами – питання не врегульоване у чинному українському законодавстві.

Однак, необхідно враховувати, що такі зусилля мають бути, по-перше, централізованими, а, по-друге, чітко спланованими. Немає сенсу обирати з сотень рішень НКЦПФР три «щасливчика», які буде приведено у відповідність до законодавства ЄС, оскільки це лише посилить точковість внесення змін та у перспективі може призвести до неможливості застосування загалом якісного нормативного акту.

Натомість необхідно встановити з якою метою вносяться відповідні зміни (привести національне законодавство у відповідність до законодавства ЄС, створити підґрунтя або фреймворк для його імплементатії у якості члена ЄС або

ж забезпечити створення дієвого механізму регулювання у проміжний період, з огляду на малоймовірність становлення України членом ЄС у найближчому майбутньому). Інше питання, яке потрібно враховувати в процесі розробки зазначеного плану, є потенційна необхідність врегулювати окремі питання на час воєнного стану у разі, якщо вже розроблене законодавство не набере чинності до його [воєнного стану] завершення.

За умови чітко визначених цілей, можливими будуть розробка плану імплементації та виважений вибір актів, з якими першочергово потрібно провести цю «вправу».

Вище зазначалося, що в деяких підзаконних нормативно-правових актах міститься визначення «опціону», відмінне від зазначеного у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки. У рамках уніфікації поняття вважаю необхідним внести зміни до цих актів та прийняти їх у нових редакціях.

Однією з проблем законодавчого регулювання опціону є відсутність єдності тлумачення самого поняття. Зокрема, її виявлено у тексті ПК України.

Використання досить вузького тлумачення терміну «деривативний контракт» разом з визначенням опціону, яке є частково наближеним до тлумачення, прийнятого у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки, мають негативні наслідки першочергово для суб'єктів господарювання, які користуються інструментом. Такі невідповідності у ПК України зазвичай стають каменем спотикання у їх відносинах з податковими органами, які мають власний підхід до тлумачення таких норм – підхід, який найчастіше стає відомий особі лише після отримання постанови про виявлене податкове правопорушення.

Удосконалення термінологічної бази, застосовуваної у податковому законодавстві, що включає уніфікацію поняття «опціону», є першим кроком до врегулювання податкового режиму, застосовного до опціону, та забезпечення прозорості податкового обліку пов'язаних операцій.

Ґрунтуючись на визначенні та трактуванні опціону, прийняте у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки, пропоную викласти в новій редакції такі положення ПК України:

Чинна норма законодавства	Пропонована нова норма законодавства
14.1.45. дериватив - документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах. Порядок випуску та обігу деривативів устанавлюється законодавством.	14.1.45. деривативний контракт – договір, умови якого встановлюють право та/або зобов'язання однієї чи обох сторін щодо здійснення дій стосовно базового активу (цінних паперів, матеріальних або нематеріальних активів, коштів) у майбутньому. Порядок укладення та виконання деривативних контрактів устанавлюється законом.

Характеристика правової природи «деривативу» через термін «документ» та використання термінів «випуск та обіг деривативів» дозволяє припустити, що йдеться про деривативні цінні папери. Це суперечить наведеному законодавцем нижче переліку деривативів, і, відповідно, є недоліком, який потрібно виправити.

Далі по тексту норми використовується термін «базовий актив». Я презюмую, що законодавець використовує його не в значенні, встановленому Законом про ринки капіталу та організовані товарні ринки, а для згрупування предмету деривативу, вказаного у п. 14.1.45. Звідси, запропоноване уточнення до норми.

Чинна норма законодавства	Пропонована нова норма законодавства
До деривативів належать:	Деривативними контрактами є:

Чинна норма законодавства	Пропонована нова норма законодавства
<p>4.1.45.2. опціон - цивільно-правовий договір, згідно з яким одна сторона контракту одержує право на придбання (продаж) базового активу, а інша сторона бере на себе безумовне зобов'язання продати (придбати) базовий актив у майбутньому протягом строку дії опціону чи на встановлену дату (дату виконання) за визначеною під час укладання такого контракту ціною базового активу. За умовами опціону покупець виплачує продавцю премію опціону.</p>	<p>4.1.45.2. опціон - цивільно-правовий договір, за яким одна сторона (продавець опціону) зобов'язується у разі пред'явлення вимоги іншою стороною (покупцем опціону) продати (опціон «кол») або придбати (опціон «пут») базовий актив за попередньо визначеною ціною на умовах, узгоджених сторонами під час укладення контракту. За умовами опціону покупець сплачує продавцю премію опціону за набуте право вимоги.</p>

Вважаю, що можна залишити у тексті ПК України визначення опціону як «цивільно-правового договору», тому що, по-перше, це твердження відповідає дійсності, а, по-друге, таке формулювання дозволяє охопити опціоноподібні конструкції, передбачені законодавством. Утім, визначення також залишає лазівку у вигляді оплатності опціону, оскільки Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки та інші законодавчі акти, що врегульовують подібні інструменти, віддають це положення на розсуд сторонам опціону.

Для виправлення недоліків, пов'язаних із правовим регулюванням опціоноподібних конструкцій, проаналізованих у цій роботі, необхідно:

- змінити законодавчі визначення цих інструментів таким чином, щоб конкретизувати їх правову природу. Наприклад, доповнити ч. 3 ст. 7 Закону про ТОВ та ТДВ вказівкою, що на «[право або зобов'язання] купити або продати частку у статутному капіталі (її частину)» поширюється правовий режим опціону

і врегульовувати цей механізм потрібно згідно з відповідним спеціальним законодавством тощо.

– уточнити питання їх оплатності. Аналіз Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки дозволяє виснувати, що опціони є оплатними правочинами. Аналогічного висновку не можна зробити щодо досліджуваних опціоноподібних конструкцій у зв'язку з тим, що відповідні положення законодавства є інколи двозначними. Наприклад, встановити, що передбачене ч. 3 ст. 7 Закону про ТОВ та ТДВ «право або зобов'язання» є оплатним (або може бути безоплатним, якщо такою є воля сторін договору).

– конкретизувати аспекти, пов'язані з їх реалізацією. Йдеться як про глобальніші питання на кшталт типів опціонів, які можна укласти у такий спосіб, так і більш технічні, як от, наприклад, якою має бути форма договору про одностороннє припинення договору купівлі-продажу або опціону щодо частки у статутному капіталі ТОВ.

Відповіді на ці питання можна припустити, спираючись на форму договору купівлі-продажу щодо якого укладається договір про одностороннє припинення або той факт, що безвідклична довіреність на виконання опціону щодо частки має бути посвідчена нотаріально. Однак, для цілей правової визначеності ці питання варто уточнити в тексті відповідних нормативно-правових актів.

Висновки до розділу 2:

Міжнародне регулювання опціону здійснюється через Генеральну угоду ISDA – договір регуляторного характеру, спрямований на стандартизацію деривативних контрактів, укладених поза організованим ринком.

У ЄС опціони врегульовані не окремим законодавчим актом, а рядом директив та регламентів (MiFID II, MiFIR, EMIR), що стосуються фінансових інструментів та охоплюють питання прозорості, торгівлі фінансовими

інструментами, захисту інвесторів від потенційних ризиків. Їх стрижневі положення імплементовано в законодавство України.

Акти регулювання опціону на міжнародному рівні визначають його як деривативний контракт та фінансовий інструмент.

Правове регулювання опціону у Сполученому Королівстві переважно відповідає встановленому на рівні ЄС.

Американський підхід до тлумачення опціону суттєво відрізняється від українського, оскільки він обмежує природу опціону виключно «одностороннім контрактом», не фокусується на деривативному характері опціону, та вимагає реалізації опціону для його дійсності.

Правове регулювання опціону в Сінгапурі багато в чому слідує англійській практиці, яку використовують на рівні з напрацюваннями судів Сінгапуру. Однак, його укладення пов'язане передусім з підписанням формального письмового договору.

Регулювання опціону в Україні є порівняно новим. Законодавчу базу регулювання опціонів складають Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки, ЦК України, який прямо цей інструмент не визначає, та Закон про ТОВ та ТДВ.

Законодавство не передбачає спеціального режиму оподаткування опціонів.

Виділено проблеми правового регулювання опціонів в Україні:

- Часткова невідповідність законодавству ЄС.
- Відсутність єдності у формулюванні поняття «опціону».
- Невідповідність термінологічної бази, застосованої у податковому законодавстві, тій, якою оперує Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки.
- Застосування до опціоноподібних конструкцій законодавства про регулювання деривативних контрактів є проблематичним.
- Відсутність сформованої судової практики.

Для вдосконалення правового регулювання опціонів запропоновано здійснення таких заходів:

- уніфікація законодавчого визначення опціону, внесення відповідних змін до ПК України та підзаконних нормативно-правових актів;
- продовження роботи над імплементацією в чинне законодавство норм та стандартів законодавства ЄС, зокрема шляхом приведення його у відповідність до оновлених MiFID II, EMIR та MIFIR;
- покращення правового регулювання опціоноподібних конструкцій, передбачених законом (договір про одностороннє припинення договору тощо).

ВИСНОВКИ

За результатами дослідження та зважаючи на поставлені завдання, було зроблено такі висновки:

1. Опціон належить до інституту зобов'язального, а саме договірного права, оскільки за своєю правовою природою є договором (контрактом).

Законодавство не містить переліку істотних умов опціону. У результаті аналізу було виділено такий перелік: базовий актив або базовий показник опціону, різновид опціону залежно до типу прав та обов'язків сторін, ціну виконання, розмір премії опціону, дату виконання опціону.

Закон містить опосередковане обмеження осіб, які можуть виступати сторонами опціону, оскільки стороною деривативного контракту щодо обмежено оборотоздатного об'єкта цивільного права, може бути лише особа, якій може належати такий об'єкт.

Опціон – двосторонній договір, виконання якого є умовним та залежить від того, чи вирішить покупець опціону скористатися своїм правом у передбачений на момент укладення опціону строк. Тому він є договором купівлі-продажу з відкладальною обставиною.

За своєю правовою природою опціон є деривативним контрактом. Його потрібно відрізнити від опціонного сертифіката (цінного папера), з яким їх раніше плутали у науковій літературі та судовій практиці.

Залежно від порядку укладення опціону (на організованому ринку чи поза ним), його зміст може визначатися генеральною угодою, специфікацією опціону, описом опціону або самостійно сторонами опціону.

Опціон використовується для хеджування ризиків, спекуляцій, інвестиційної діяльності та в корпоративному управлінні.

Виділяють декілька класифікацій опціонів залежно від окремих ознак. Чинне законодавство безпосередньо втілює лише поділ на опціон «кол» та опціон «пут» (залежно від типу прав та обов'язків сторін).

У ході цієї роботи на опціон також було розширено прийняту законодавцем систематизацію деривативних контрактів залежно від типу базового активу (опціони грошового ринку, товарні опціони, фондові опціони та інші опціони), наявності зобов'язання щодо передачі базового активу (поставні та розрахункові) та місця укладення опціону (на організованому ринку та поза організованим ринком).

У ході аналізу наукової літератури виділено ряд інших класифікацій опціонів: залежно від того, чи виконання здійснюється протягом певного строку або у конкретну дату (американські, європейські, бермудські опціони), залежно від механізму визначення ціни виконання (звичайні, ретроспективні опціони та опціони з ціною, визначеною середньоарифметичним числом) та співвідношення ціни виконання опціону з ринковою вартістю базового активу (опціон «у грошах» та опціон «на грошах»).

2. Опціони є фінансовими інструментами – частиною групи інструментів, що використовуються для управління фінансовими ризиками.

Винятком із зазначеного твердження є поставні опціони, базовим активом яких є продукція, та які укладаються в комерційних цілях.

3. На міжнародному рівні деривативні контракти в цілому та опціони зокрема не врегульовані міжнародними договорами в класичному розумінні цього інструменту. Організовані ринки мають власні правила та стандарти торгівлі деривативними контрактами, зокрема опціонами. Опціони, що укладаються поза організованим ринком, регулюються Генеральною угодою ISDA, яка спрямована на їх стандартизацію.

Генеральну угоду ISDA можна використовувати для укладення опціонів, які є товарними деривативними контрактами, фондовими деривативними контрактами та контрактами, що укладаються на грошових ринках.

Варіативність Генеральної угоди ISDA виявляється у Додатку до неї, положення самої угоди є досить жорсткими. Її оформляють шляхом направлення Підтвердження, у якому визначено тип контракту, метод розрахунків, з посиланням на Словник термінів ISDA.

Опціони на рівні ЄС не є врегульованими окремим законодавчим актом. Передусім регулювання здійснюється рядом директив та регламентів – MiFID II, MiFIR, EMIR, – що стосуються питань, пов'язаних з фінансовими інструментами, охоплюючи зокрема питання прозорості, торгівлі фінансовими інструментами, захисту інвесторів від потенційних ризиків.

Відповідно до європейського законодавства опціон є деривативним контрактом та фінансовим інструментом. Положення MiFID II, MiFIR, EMIR, застосовні до деривативних контрактів та зокрема опціонів, частково імплементовані в законодавство України.

4. Правове регулювання опціону в Сполученому Королівстві за правом Англії та Вельсу переважно збігається з встановленим на рівні ЄС, що є наслідком їх тривалої спільної правової історії.

Загалом англійське законодавство визначає опціон як деривативний контракт, за винятком Закону про фінансові послуги та ринки 2000 року, де інструмент розглянуто як «інвестицію» у контексті купівлі-продажу майна.

Англійська судова практика не розглядає загальних питань, пов'язаних з природою опціону. Однак, у ході аналізу було виділено декілька важливих та порівняно нових правових позицій, зокрема:

- дослідження фактичного контексту та врахування комерційного здорового глузду має велике значення для цілей тлумачення моменту виконання опціону;
- положення опціону про продовження його строку мають чітко визначати чи розглядають сторони можливість його продовження, зокрема багаторазового;

– невизначення у тексті опціону умов, без яких його виконання є неможливим або його укладення не має економічного змісту, є підставою для визнання такого контракту недійсним;

– передбачене право продавця опціону накладати вето на його виконання має бути дискреційним та не може бути свавільним і нерозумним.

Виявлено відмінності у підходах до регулювання опціону між українською (європейською) та американською практикою. Остання обмежує природу опціону виключно «одностороннім контрактом» та не фокусується на його деривативному характері.

Окрім цього, вважається, що опціон є лише офертою зі сторони продавця опціону, а не повноцінним договором, до моменту його реалізації (оплати).

Американські суди також наголошують на необхідності прямої вказівки на всі умови виконання опціону. Згадка окремого документа, де містяться такі умови, сама по собі не вважатиметься такою вказівкою, якщо сторони не погодять протилежне у тексті самого опціону.

Правове регулювання опціону в Сінгапурі має схожості з англійською практикою, яка слугує орієнтиром в частині законодавчого врегулювання інструмента. Відповідно до законодавства Сінгапуру опціон за своєю природою є деривативним контрактом.

Судова практика Сінгапуру в частині тлумачення опціону є дещо консервативною, оскільки вважається, що його укладення пов'язане передусім з підписанням формального письмового договору.

5. Українське законодавче регулювання опціону є порівняно новим та зосереджене у новій редакції Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки, що набрала чинності у 2021 році. Законодавчу базу регулювання опціонів також складають ЦК України, який прямо цей інструмент не визначає, та Закон про ТОВ та ТДВ.

Аналіз законодавства дозволив виділити ряд опціоноподібних конструкцій (назва пов'язана з тим, що термін «опціон» щодо них не вживається).

Спеціальний режим оподаткування опціонів чинним законодавством не встановлений.

Станом на зараз судової практики щодо опціону та пов'язаних з ним питань немає.

6. У ході дослідження було визначено наступні проблеми правового регулювання опціонів в Україні:

(1) Фрагментарна відповідність законодавству ЄС, яка частково пов'язана з тим, що акти, спрямовані на імплементацію відповідного законодавства, не набрали чинності у зв'язку з продовженням воєнного стану. Необхідність врегулювання питання у період воєнного стану та до набуття статусу членства в ЄС.

(2) Відсутність єдності у формулюванні поняття «опціону» – чинне законодавство містить декілька визначень, з яких коректним є лише одне (визначене у Законі про ринки капіталу та організовані товарні ринки).

Одним із аспектів цього недоліку є невідповідність термінологічної бази, застосованої у податковому законодавстві, тій, якою оперує Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки. У зв'язку з цим чинне регулювання оподаткування опціонів є фрагментарним та недосконалим.

(3) Законодавство передбачає декілька конструкцій, які за своєю природою можуть вважатися опціоноподібними. Однак, вони не мають відповідного статусу, у зв'язку з чим застосування до них законодавства про регулювання деривативних контрактів є проблематичним. Проблема поглиблюється неврегулюванням пов'язаних з цими конструкціями аспектів, як от питання їх оплатності, реалізації тощо.

(4) Відсутність судової практики, пов'язаної з опціоном та релевантними до нього питаннями. Це призводить до проблем з тлумаченням цього інструменту та, відповідно, його використанням. Внаслідок цього, опціони рідше врегульовують згідно з нормами українського права, та, відповідно, немає нових справ, бо суб'єкти не звертаються з такими спорами до українських судів.

7. Запропоновано шляхи вдосконалення правового регулювання через:

- скрупульозно спланований масштабний проєкт щодо внесення змін до законодавства України з метою подальшої системної імплементації норм законодавства ЄС;
- врегулювання відсутності єдиного визначення поняття опціону в національному законодавстві шляхом уніфікації його тлумачення, у рамках чого врегулювати невідповідності між термінологією, що використовується у податковому законодавстві та законодавстві щодо регулювання ринків капіталу;
- внесення змін до законодавства, що регулює досліджувані опціоноподібні конструкції з метою, зокрема, точного визначення їх правової природи, оплатності та форми укладення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня – грудня 2021 року. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/user_files/content/62/december_2021.doc (дата звернення: 14.04.2025).
2. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня – грудня 2022 року. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2023/03/informatsiina_dovidka_shchodo_rozvytku_fondovoho_rynku_ukra_sichen_hruden_2022.docx (дата звернення: 14.04.2025).
3. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня – грудня 2023 року. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2024/02/informatsiina_dovidka_za_hruden_2023_.pdf (дата звернення: 14.04.2025).
4. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня – грудня 2024 року. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2025/02/informatsiina_dovidka_za-sichen_hruden-2024_.doc (дата звернення: 14.04.2025).
5. Рабінович П. М. Основи теорії та філософії права : навч. посіб. Львів : Видавництво ЛОБФ «Медицина і право», 2021. 256 с.
6. Ільчук М. М., Заніздра А. С. Сутність та класифікація деривативних контрактів на організованих товарних ринках. *Економіка і управління національним господарством*. 2023. № 72. С. 40–44. URL: http://www.market-infr.od.ua/journals/2023/72_2023/9.pdf (дата звернення: 14.04.2025).

7. Воронченко О. До питання визначення сутності опціонів та їх ролі у структурі фінансових інструментів. *Наукові записки Інституту законодавства Верховної Ради України. Економіка*. 2016. № 6. С. 61–67. URL: <http://surl.li/scllt> (дата звернення: 14.04.2025).

8. Гавришків І. Р. Перспективи розвитку ринку опціонів в Україні. *Всеукраїнський науково-виробничий журнал. Інноваційна економіка*. 2013. № 39 (1). URL: <http://surl.li/sclxz> (дата звернення: 14.04.2025).

9. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV : станом на 23 січ. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

10. Про затвердження Положення щодо здійснення професійної діяльності з організації торгівлі фінансовими інструментами : Рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 10.08.2023 № 879. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1863-23#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

11. Земельний кодекс України : Кодекс України від 25.10.2001 № 2768-III : станом на 7 лют. 2025 р. – URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2768-14#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

12. Фінграмотність: простою мовою про цінні папери. Опціон: право, а не зобов'язання. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/ua/finhramotnist-prostoiu-movoiu-pro-tsinni-papery-optsiion-pravo-a-ne-zobov-iazannia/> (дата звернення: 14.04.2025).

13. Katz, A.W. The Option Element in Contracting. *Virginia Law Review*. 2004. Vol. 90. P. 2187–2250. – URL: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/606 (дата звернення: 14.04.2025).

14. Товкун А. О., Щегляков В. А. Особливості правового регулювання опціонів у зарубіжних країнах та перспективи його впровадження в Україні. *Актуальні проблеми правознавства*. 2016. № 2. С. 67–72. URL:

https://apir.org.ua/wp-content/uploads/2021/06/Tovkun_Shchehlakov16.pdf (дата звернення: 14.04.2025).

15. Хеджування. *Cbonds.ua*. URL: <https://cbonds.ua/glossary/hedging/> (дата звернення: 14.04.2025).

16. Gates S. F. The Developing Option Market: Regulatory Issues and New Investor Interest. *Florida Law Review*. 1973. Vol. 25, no. 3. – P. 421–450. URL: <https://scholarship.law.ufl.edu/flr/vol25/iss3/1> (дата звернення: 14.04.2025).

17. Ganti A. Covered Calls: How They Work and How to Use Them in Investing. *Investopedia*. URL: <https://www.investopedia.com/terms/c/coveredcall.asp> (дата звернення: 14.04.2025).

18. Royal J. What is a covered call options strategy? *Bankrate*. – URL: <https://www.bankrate.com/investing/covered-call-options-strategy/> (дата звернення: 14.04.2025).

19. Bartram S. M. The use of options in corporate risk management. *Managerial Finance*. 2006. Vol. 32, no. 2. P. 160–181. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991261 (дата звернення: 14.04.2025).

20. Поняття, форма та деякі види попереднього договору. *Юррадник*. – URL: http://yurradnik.com.ua/anal_and_comm/поняття-форма-та-деякі-види-попереднь/ (дата звернення: 14.04.2025).

21. Цивільний кодекс України : Кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV : станом на 9 квіт. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

22. Типові умови правочинів валютний форвард, валютний опціон та валютний своп. *Національна асоціація банків України*. URL: https://nabu.ua/images/uploaded/sys_media_doc/doc_c2d7d4f4d76426c57edb22d3a37ce5c4.pdf (дата звернення: 14.04.2025).

23. Regulation on the European System of National and Regional Accounts in the European Union : Regulation (EU) No 549/2013 of the European Parliament

and of the Council of 21 May 2013. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2013/549/oj/eng> (дата звернення: 14.04.2025).

24. Earn-out. *Practical Law UK Glossary*. URL: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-107-6184> (дата звернення: 14.04.2025).

25. Податковий кодекс України : Кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI : станом на 1 квіт. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

26. Ваніна Н. М. Ринок цінних паперів. Практикум : навч. посіб. Київ : «Центр учбової літератури», 2014. 144 с. URL: https://ebooks.znu.edu.ua/index.php?action=url/view&url_id=26694 (дата звернення: 14.04.2025).

27. Великий тлумачний словник сучасної української мови : 250000 / уклад. та голов. ред. В. Т. Бусел. Київ; Ірпінь: Перун, 2005. – VIII, 1728 с.

28. Адамова О. С. Поняття правової класифікації. *Часопис цивілістики*. 2015. Вип. 18. С. 19–24. – URL: <http://www.clj.nuoua.od.ua/archive/18/6.pdf> (дата звернення: 14.04.2025).

29. Regulation amending Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms : Regulation (EU) 2021/2268 of the European Parliament and of the Council of 15 December 2021. URL: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2021/2268/oj/eng (дата звернення: 14.04.2025).

30. ISDA. 2006 ISDA Definitions. – New York: International Swaps and Derivatives Association, Inc., 2006. – 653 p.

31. Vanilla option. *Investopedia*. URL: <https://www.investopedia.com/terms/v/vanillaoption.asp> (дата звернення: 14.04.2025).

32. Lookback option. *Investopedia*. URL: <https://www.investopedia.com/terms/l/lookbackoption.asp> (дата звернення: 14.04.2025).

33. Asian option. *Investopedia*. URL: <https://www.investopedia.com/terms/a/asianoption.asp> (дата звернення: 14.04.2025).

34. The Difference Between In the Money and Out of the Money Options. *Investopedia*. URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/042715/what-difference-between-money-and-out-money.asp> (дата звернення: 14.04.2025).

35. Загальний огляд документації ISDA. ПАРД - Професійна Асоціація учасників Ринків капіталу та Деривативів. URL: <https://www.pard.ua/uk/news/4988-zahalnyy-ohlyad-dokumentatsiyi-isda/> (дата звернення: 14.04.2025).

36. ISDA. ISDA Master Agreement 2002. – New York: International Swaps and Derivatives Association, Inc., 2002. – 28 p.

37. Borowicz M. K. Contracts as Regulation: The ISDA Master Agreement. *Capital Markets Law Journal*. 2021. Vol. 16, no. 1. P. 72–94. URL: <https://ssrn.com/abstract=3766296> (дата звернення: 14.04.2025).

38. Arias-Barrera L. The Traditional Role of ISDA ‘Co-Regulating’ OTC Derivatives Contracts. *Warwick School of Law Research Paper*. 2014. No. 2014/07. URL: <https://ssrn.com/abstract=2434662> (дата звернення: 14.04.2025).

39. Snyder D. Private Lawmaking. *Ohio State Law Journal*. 2003. Vol. 64: 371. P. 371-447. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=397301 (дата звернення: 14.04.2025).

40. One Money, One Financial Market- The Capital Markets Union. *Think Tank / European Parliament*. URL: [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_IDA\(2024\)760250](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_IDA(2024)760250) (дата звернення: 14.04.2025).

41. Principles for a European Capital Markets Union. *Gruppe Deutsche Börse*. URL: https://www.deutsche-boerse.com/resource/blob/66038/a1ae3aad16f3c04ad0e27ee55a7a4ba8/data/principles-for-a-european-capital-markets-union_en.pdf (дата звернення: 14.04.2025).

42. European Market Infrastructure Regulation (EMIR). *BaFin*. URL: https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Derivate/EMIR/emir_artikel_en.html (дата звернення: 14.04.2025).

43. Markets in Financial Instruments Directive 1 - MiFID 1. *Société Générale*. URL: <https://www.securities-services.societegenerale.com/en/insights/views/news/mifid-directive/> (дата звернення: 14.04.2025).

44. Directive on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU : Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng> (дата звернення: 14.04.2025).

45. MiFID II: Extraterritorial Impacts on Asia. *ASIFMA (Asia Securities Industry & Financial Markets Association)*. URL: <https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/06/asifma-mifid-ii-extraterritoriality-analysis-september-20171.pdf> (дата звернення: 14.04.2025).

46. Звіт за результатами проведення первинної оцінки стану імплементації актів права Європейського Союзу (Acquis EC). *Комунікаційна команда офісу Віцепрем'єрки з питань європейської та євроатлантичної інтеграції*. URL: <https://eu-ua.kmu.gov.ua/wp-content/uploads/Zvit-UA.pdf> (дата звернення: 14.04.2025).

47. Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 : Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj/eng> (дата звернення: 14.04.2025).

48. Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives : Commission Delegated Regulation (EU) 2017/583 of 14 July 2016. URL: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2017/583/oj/eng (дата звернення: 14.04.2025).

49. Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories : Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the

Council of 4 July 2012. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj/eng> (дата звернення: 14.04.2025).

50. Poitras G. The Early History of Option Contracts. *Vinzenz Bronzin's Option Pricing Models: Exposition and Appraisal* / ed. by Hafner, W., Zimmermann, H. Heidelberg: Springer, 2008. P. 359–380. URL: https://doi.org/10.1007/978-3-540-85711-2_24 (дата звернення: 14.04.2025).

51. The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001: UK Statutory Instrument 2001 No. 544 : as amended up to 6 Apr. 2025. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/544> (дата звернення: 14.04.2025).

52. Corporation Tax Act 2009: UK Public General Act 2009 с. 4 : as amended up to 1 Apr. 2025. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2009/4> (дата звернення: 14.04.2025).

53. HM Revenue & Customs. Overview of derivative contracts. *GOV.UK*. URL: <https://www.gov.uk/government/publications/corporation-tax-hedging-derivative-contracts-and-disregard-regulations/overview-of-derivative-contracts> (дата звернення: 14.04.2025).

54. Judgement of the Court of Appeal of England and Wales, 16 December 2020. *Fishbourne Developments Ltd v Stephens* [2020] EWCA Civ 1704. URL: <https://www.wilberforce.co.uk/wp-content/uploads/2020/12/Fishbourne-Developments-v-Stephens-Approved-Judgment.pdf> (дата звернення: 14.04.2025).

55. Judgement of the High Court of Justice, Business and Property Courts of England and Wales, 26 July 2023. *Denton Homes Limited v. Christopher Cobb, Nicholas Cobb* [2023] EWHC 1924 (Ch). URL: https://www.falcon-chambers.com/images/uploads/news/Denton_Homes_Ltd_v._Cobb_2023_EWHC_1924_%28Ch%29_.pdf (дата звернення: 14.04.2025).

56. Judgement of the High Court of Justice, Queen's Bench Division Commercial Court, 15 February 2017. *Teekay Tankers Ltd v. STX Offshore & Shipbuilding Co. Ltd* [2017] EWHC 253 (Comm). URL: <https://7kbw.co.uk/wp->

<content/uploads/2017/02/Teekay-Tankers-Ltd-v-STX-Offshore-Shipbuilding-Co-Ltd-2017-EWHC-253-Comm.pdf> (дата звернення: 14.04.2025).

57. Judgement of the High Court of Justice, Queen's Bench Division Commercial Court, 25 May 2017. *Watson & Ors v watchfinder.co.uk Ltd* [2017] EWHC 1275 (Comm). URL: <http://www2.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2017/1275.html> (дата звернення: 14.04.2025).

58. Rowan G., Brookes A. Court finds veto right in share option agreement was discretionary and could not be exercised capriciously, arbitrarily or unreasonably. *Herbert, Smith, Freehills*. URL: <https://www.herbertsmithfreehills.com/notes/litigation/2017-08/court-finds-veto-right-in-share-option-agreement-was-discretionary-and-could-not-be-exercised-capriciously-arbitrarily-or-unreasonably> (дата звернення: 14.04.2025).

59. Option. LII. *Legal Information Institute*. URL: <https://www.law.cornell.edu/wex/option#:~:text=As%20defined%20in%207%20U.S.C.,or%20'decline%20guaranty'.%22> (дата звернення: 14.04.2025).

60. Judgement of the United States Tax Court, 21 November 2005. *Fed. Home Loan Mortg. Corp. v. Commissioner* no. 2202-08. URL: https://bradfordtaxinstitute.com/Endnotes/125_TC_248.pdf (дата звернення: 14.04.2025).

61. Judgement of the Supreme Court of Colorado, 29 August 1960. *Gray v. Quiller* 355 P.2d 99. URL: <https://law.justia.com/cases/colorado/supreme-court/1960/18949.html> (дата звернення: 14.04.2025).

62. Judgement of the California Second District Court of Appeal, 16 December 1960. *Schmidt v. Beckelman* 181 Cal. App. 2d 1 (1960). URL: <https://law.justia.com/cases/california/court-of-appeal/2d/187/462.html> (дата звернення: 14.04.2025).

63. Judgement of the Court of Appeals of New York, 8 January 2013. *Fundamental Long Term Care Holdings, LLC v Cammeby's Funding LLC* N.Y. Slip Op. 00040. URL: <https://law.justia.com/cases/new-york/court-of-appeals/2013/22.html> (дата звернення: 14.04.2025).

64. Judgement of the Court of Appeals of New York, 14 February 2013. Schron v Troutman Saunders LLP NY Slip Op 00952. URL: <https://law.justia.com/cases/new-york/court-of-appeals/2013/23.html> (дата звернення: 14.04.2025).

65. Securities and Futures Act 2001 (No. 4 of 2001) : as in force on 9 Mar. 2025. Singapore: The Government of Singapore, 2001. URL: <https://sso.agc.gov.sg/Act/SFA2001?Timeline=On> (дата звернення: 14.04.2025).

66. Income Tax (Concessionary Rate of Tax for Approved Qualifying Companies) Regulations 2013 (S 648/2013) : as in force on 12 Apr. 2024. Singapore: The Government of Singapore, 2013. URL: <https://sso.agc.gov.sg/SL/ITA1947-S731-2013?DocDate=20240412&Timeline=On> (дата звернення: 14.04.2025).

67. Judgement of the High Court of the Republic of Singapore, 31 December 2018. Moh Tai Siang v Moh Tai Tong and another [2018] SGHC 280. URL: https://www.elitigation.sg/gd/s/2018_SGHC_280 (дата звернення: 14.04.2025).

68. Про затвердження Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України : Постанова Нац. банку України від 26.12.2018 № 153 : станом на 23 січ. 2021 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0153500-18#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

69. Про оподаткування прибутку підприємств : Закон України від 28.12.1994 № 334/94-ВР : станом на 28 гру. 1998 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/334/94-вр#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

70. Про оподаткування прибутку підприємств : Закон України від 28.12.1994 № 334/94-ВР : станом на 1 січ. 2013 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/334/94-вр#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

71. Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів : Постанова Каб. Міністрів України від 19.04.1999 № 632

: втратила чинність на підставі Постанови Каб. Міністрів України від 29.03.2024 № 344. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/632-99-%D0%BF#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

72. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо корпоративних договорів : Закон України від 23.03.2017 № 1984-VIII : станом на 1 січ. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1984-19#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

73. Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю : Закон України від 06.02.2018 № 2275-VIII: станом на 8 берез. 2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2275-19#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

74. Завгородній В.А. Інтерпретація поняття «судова практика» в сучасній юридичній доктрині. *Аналітично-порівняльне правознавство*. 2022. №. 1. С. 15–19. URL: <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2022.01.2> (дата звернення: 14.04.2025).

75. Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні : Закон України від 15.07.2021 № 1667-IX : станом на 1 січ. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1667-20#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

76. Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 16.04.2019. Справа № 922/793/18. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/81268501> (дата звернення: 14.04.2025).

77. Про правотворчу діяльність : Закон України від 24.08.2023 № 3354-IX : станом на 18 верес. 2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3354-20#Text/> (дата звернення: 14.04.2025).