

LIUDMYLA SAVANETS\*

REGULACJA PRAWNA PRZENIESIENIA PRAW  
ZE ZDEMATERYALIZOWANYCH  
PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH NA UKRAINIE  
(W ŚWIECIE NOWEJ USTAWY Z DNIA 6 LIPCA 2012 R.  
O SYSTEMIE DEPOZYTOWYM UKRAINY)

1. WSTĘP

Zapewnienie efektywnego funkcjonowania rynku papierów wartościowych jest jednym z podstawowych środków rozwoju gospodarki rynkowej na Ukrainie. Obecnie zdecydowana większość papierów wartościowych jest emitowana w formie zdematerializowanej, a transakcje giełdowe mogą mieć za przedmiot wyłącznie takie papiery. Emisja papierów wartościowych w formie zdematerializowanej zapewnia ukraińskim emitentom możliwość wejścia na zagraniczne rynki finansowe poprzez sprzedaż emitowanych papierów wartościowych oraz przyciągnięcie inwestycji zagranicznych.

Harmonijne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych nie jest możliwe bez ustalonego systemu przeniesienia praw do papierów wartościowych zdematerializowanych, zapewniających ochronę interesów zarówno uczestników stosunków cywilnoprawnych, jak i porządkowi publicznemu.

Pytanie o charakter prawny zdematerializowanych papierów wartościowych jest kontrowersyjne i skomplikowane, zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia z uwagi na dualistyczną istotę papierów wartościowych.

Stan ustawodawstwa ukraińskiego dotyczącego zdematerializowanych papierów wartościowych, wewnętrzna sprzeczność przepisów i liczne luki przyczyniły

---

\* Autorka jest doktorantką w Katedrze Prawa Cywilnego oraz Postępowania Cywilnego na Wydziale Prawa Lwowskiego Narodowego Uniwersytetu im. Iwana Franki.

się do przyjęcia nowej ustawy z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy<sup>1</sup> (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.). Niniejsza ustawa określa zasady prawne funkcjonowania systemu depozytowego Ukrainy, ustanawia procedurę rejestracji i potwierdzenia praw do emisyjnych papierów wartościowych w księgowości systemu depozytowego, a także procedurę rozliczenia transakcji według emisyjnych papierów wartościowych.

Celem tego opracowania jest próba przeanalizowania istniejących regulacji prawnych w zakresie przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych w świetle nowej ustawy z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy oraz sformułowania propozycji dotyczących udoskonalenia ustawodawstwa w tym zakresie.

Rozważania zawarte w punkcie 2 artykułu poświęcone są istocie dematerializacji papierów wartościowych oraz rodzajom dematerializacji papierów wartościowych, a także rozwojowi ustawodawstwa ukraińskiego przewidującego dematerializację papierów wartościowych. Analizie poddane zostały nowelizacje ustawy o systemie depozytowym Ukrainy dotyczące regulacji prawnej przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych (pkt 3 artykułu). Punkt 4 zawiera ocenę zasad przenoszenia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych oraz sposobu, w jaki te zasady są kształtowane przez mechanizm identyfikacji uprawnionego z papieru wartościowego dla poszczególnych kategorii: papierów wartościowych imiennych, na okaziciela i na zlecenie.

## 2. REGULACJA PRAWNA DEMATERIALIZACJI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH NA UKRAINIE

Ewolucja światowego rynku kapitałowego spowodowała proces dematerializacji, czyli pojawienie się w XX w. nowej formy istnienia papierów wartościowych w postaci zdematerializowanej. Ten proces został zapoczątkowany przez rekomendacje pozarządowej grupy ekspertów międzynarodowego systemu finansowego (G-30), będącymi podstawą krajowych koncepcji rozwoju rynków kapitałowych oraz określającymi kierunek rozwoju rynku papierów wartościowych na świecie. Powodów dematerializacji obrotu (immobilizacji papierów wartościowych) oraz dematerializacji samych papierów wartościowych należy pierwotnie poszukiwać w dążeniu do redukcji kosztów związanych z koniecznością fizycznego przemieszczania znacznych ilości papierów wartościowych (immobilizacja pojedynczych papierów wartościowych). Następnie zredukowano także koszty łączące się z ich przechowywaniem (zastąpienie pojedynczych papierów wartościowych odcinkami zbiorczymi). Dodat-

---

<sup>1</sup> Про депозитарну систему України. Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI // Офіційний вісник України. — 2012. — № 76. — С.7.

kowym argumentem był wzrost bezpieczeństwa i eliminacja ryzyka związanego z przechowywaniem i transportowaniem pojedynczych papierów wartościowych, dotyczących w szczególności papierów wartościowych na okaziciela. Osobną kwestią są motywy kontrolno-fiskalne, które legły u podstaw dematerializacji papierów wartościowych w prawie francuskim. Zwraça się uwagę, że taka motywacja stała się przyczyną zaniedbania i fragmentaryczności cywilnoprawnych ram dematerializacji<sup>2</sup>. Pojawienie się instytucji niematerialnych papierów wartościowych spowodowało konieczność racjonalizacji stosunków wynikających z częstych transferów dużej ilości papierów wartościowych wśród wielu kontrahentów na rynku wtórnym<sup>3</sup>.

Dematerializacja papierów wartościowych polega na zastąpieniu dokumentu inkorporującego prawa z papierów wartościowych przez zapisy komputerowe na właściwych rachunkach papierów wartościowych. Innymi słowy, oznacza to, że możliwe jest emitowanie papierów wartościowych niemających postaci dokumentu materialnego. Jest ona spowodowana dążeniem ustawodawcy do usprawnienia obrotu papierami wartościowymi. Środkiem umożliwiającym dematerializację jest wykorzystanie nowoczesnych technik informatycznych. Dematerializacja rozwiązuje problem bezpieczeństwa przechowywania papierów wartościowych w formie dokumentu oraz zagrożenia jego utraty, zniszczenia lub uszkodzenia<sup>4</sup>.

Wymienia się następujące rodzaje dematerializacji: pierwotna i następcza, obligatoryjna i dobrowolna<sup>5</sup>. Dematerializacja pierwotna przewiduje emisję papierów wartościowych wyłącznie w postaci zapisu elektronicznego na właściwym rachunku papierów wartościowych prowadzonym przez profesjonalnego uczestnika systemu depozytowego Ukrainy — przechowawcy papierów wartościowych, oraz wydanie emitentom globalnego certyfikatu i przeniesienie go do depozytu. Dematerializacja następcza przewiduje przekształcenie tradycyjnych papierów wartościowych w papiery wartościowe zdematerializowane, tj. immobilizację papierów wartościowych, przy czym same papierowe nośniki praw inkorporowanych w danych papierach wartościowych zostają złożone do depozytu w celu dalszego ich obrotu w formie zapisu elektronicznego na właściwym rachunku papierów wartościowych. Dematerializacja obligatoryjna to dematerializacja, której konieczność przeprowadzenia wynika z bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa. Przykładem dematerializacji obligatoryjnej jest art. 20 ust. 2 ustawy z dnia 17 września 2008 r. o spółkach akcyjnych, według którego akcje mogą istnieć w formie zdematerializowanej<sup>6</sup>. Dobrowolna dematerializacja przewiduje emisję papierów wartościowych w postaci zapisu elektronicznego na właściwym rachunku papierów wartoś-

<sup>2</sup> J. Jastrzębski: *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 282.

<sup>3</sup> О. Рыжков: *О природе нематериального*, Рынок ценных бумаг 1997, № 7, s. 50.

<sup>4</sup> M. Romanowski: *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych (w:) System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2005, s. 98.

<sup>5</sup> M. Romanowski: *Zagadnienia...*, *op. cit.*, s. 99–100.

<sup>6</sup> Про акціонерні товариства. Закон України від 17.09.2008 № 514-VI // Офіційний вісник України. — 2008. — № 81. — С.7.

ciowych wyłącznie w drodze decyzji emitenta, tj. na podstawie właściwego przepisu prawa wydawca papieru wartościowego wybiera formę istnienia papierów wartościowych (klasyczną w postaci papieru albo zdematerializowaną w postaci zapisu na rachunku) w momencie podjęcia decyzji o emisji papierów wartościowych. Stosownie do art. 41 ustawy z dnia 19 czerwca 2003 r. o mechanizmach finansowo-kredytowych i zarządzaniu mieniem w budownictwie mieszkaniowym oraz operacjach na nieruchomościach, certyfikaty funduszy operacji na nieruchomościach mogą mieć zarówno formę dokumentową, jak i niedokumentową<sup>7</sup>.

Dematerializację papierów wartościowych na Ukrainie wprowadził dekret Prezydenta Ukrainy z dnia 25 maja 1994 r. o elektronicznym obrocie papierami wartościowymi i krajowym depozycie, gdzie przewidziano możliwość emisji papierów wartościowych w papierowej lub w innej formie (w postaci zapisów w elektronicznych bazach danych), a także określono zasady działalności depozytowej<sup>8</sup>. Kolejnym krokiem w tym kierunku było przyjęcie w 1997 r. ustawy o Krajowym Systemie Depozytowym oraz o szczególnych warunkach elektronicznego obrotu papierami wartościowymi na Ukrainie<sup>9</sup>. Ustawa w art. 1 stanowi, że papierem wartościowym zdematerializowanym jest prowadzony przez przechowawcę zapis ewidencyjny, który jest potwierdzeniem prawa własności papieru wartościowego. Zasluguje na uwagę również art. 13 ust. 2, przewidujący wyłącznie formę zdematerializowaną dla transakcji giełdowych papierami wartościowymi. Przepisy te uważa się za niezwykle ważny krok ustawodawcy na drodze budowy na Ukrainie rynku kapitałowego, który odpowiadałby światowym normom i tendencjom. Wspomniana ustawa wprowadziła bardziej kompleksową regulację niż poprzednio przyjęty dekret. Zostawiła jednak nieuregulowany obrót różnymi zdematerializowanymi papierami wartościowymi. Nie rozgraniczyła funkcji prowadzenia rejestru papierów wartościowych imiennych między emitentem a rejestratorem, przy określeniu immobilizacji papierów wartościowych na okaziciela, co *de facto* jest sprzeczne z ich reżimem prawnym oraz zasadami funkcjonowania Narodowego Systemu Depozytowego. Ponadto nie sprecyzowano w niej warunków dokonania immobilizacji papierów wartościowych na okaziciela. Począwszy od 2001 r. weszły w życie ustawy regulujące obrót poszczególnych rodzajów papierów wartościowych, w szczególności: ustawa z dnia 15 marca 2001 r. o instytucjach wspólnego inwestowania (udziałowe i korporacyjne fundusze inwestycyjne)<sup>10</sup>; ustawa z dnia 19 czerwca

---

<sup>7</sup> Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю. Закон України від 19.06.2003 № 978-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 30. — С.9.

<sup>8</sup> Про електронний обіг цінних паперів і Національний депозитарій. Указ Президента України від 25.05.1994 № 247, в редакції від 02.03.1996 № 160/96 Про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність // Урядовий кур'єр. — 1996. — № 48-49. — С.8.

<sup>9</sup> Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні. Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР // Офіційний вісник України. — 1997. — № 52. — С.23.

<sup>10</sup> Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди). Закон України від 15.03.2001 № 2299-III // Офіційний вісник України. — 2001. — № 16. — С.1.

2003 r. o mechanizmach finansowo–kredytowych i zarządzaniu mieniem w budownictwie mieszkaniowym oraz operacjach na nieruchomościach<sup>11</sup>; ustawa z dnia 19 czerwca 2003 r. o kredytach hipotecznych, operacjach ze skonsolidowanym długiem hipotecznym i hipotecznych certyfikatach<sup>12</sup>; ustawa z dnia 22 grudnia 2005 r. o obligacjach hipotecznych<sup>13</sup>; ustawa z dnia 23 lutego 2006 r. o papierach wartościowych i rynku kapitałowym<sup>14</sup>, przyjęta na drodze nowelizacji dotychczasowego ustawodawstwa o papierach wartościowych i jego uzgodnieniu z wymogami norm europejskich, która inkorporowała regulacje emisji oraz regulacje obrotu papierami wartościowymi, w tym także zdematerializowanymi papierami wartościowymi. Ta ostatnia ustawa wprowadziła fachową działalność na rynku kapitałowym w celu zabezpieczenia otwartości i efektywności jego funkcjonowania. Uregulowała prowadzenie usług pośredniczących na rynku papierów wartościowych i obsługę obrotu zdematerializowanych papierów wartościowych, włączając dokonywanie rozliczeń transakcji na rynku kapitałowym. Funkcjonowanie Narodowego Systemu Depozytowego zostało uregulowane decyzją Narodowej Komisji Papierów Wartościowych Rynku Kapitałowego z dnia 17 października 2006 r.<sup>15</sup> oraz decyzją Narodowej Komisji Papierów Wartościowych Rynku Kapitałowego z dnia 17 października 2006 r. o zatwierdzeniu rozliczeniowo–rozrachunkowej działalności przy umowach dotyczących papierów wartościowych<sup>16</sup>. Radykalnym krokiem w zakresie obrotu zdematerializowanymi akcjami było przyjęcie ustawy z dnia 17 września 2008 r. o spółkach akcyjnych<sup>17</sup>. Zgodnie z art. 20 wspomnianej ustawy akcje mogą istnieć wyjątkowo w formie zdematerializowanej, niezależnie od tego, czy są dopuszczone do publicznego obrotu, czy znajdują się w obrocie prywatnym. Akcje wszystkich spółek akcyjnych, będące w obrocie do 2008 r. w dokumentowej postaci, zostały „przekształcone” w papiery zdematerializowane na mocy decyzji Narodowej Komisji Papierów Wartościowych Rynku Kapitałowego z dnia 30 czerwca 2000 r. o zatwierdzeniu trybu przeprowadzenia wymiany akcji imiennych dokumentowych w formę niedokumentowaną. Wyłącznie taka forma obrotu obligacjami była przewidziana przepisami ustawy z dnia 2 czerwca 2011 r. o wprowadzeniu zmian

<sup>11</sup> Про фінансово–кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю. Закон України від 19.06.2003 № 978–IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 30. — С.9.

<sup>12</sup> Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати. Закон України від 19.06.2003 № 979–IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 30. — С.31.

<sup>13</sup> Про іпотечні облигації. Закон України від 22.12.2005 № 3273–IV // Офіційний вісник України. — 2006. — № 3. — С.14.

<sup>14</sup> Про цінні папери та фондовий ринок від 23.02.2006 № 3480–IV // Офіційний вісник України. — 2006. — № 13. — С.61.

<sup>15</sup> Про затвердження Положення про депозитарну діяльність. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.10.2006 № 999 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 49. — С.89.

<sup>16</sup> Про затвердження Положення про розрахунково–клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.10.2006 № 1001 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 46. — С.175.

<sup>17</sup> Про акціонерні товариства. Закон України від 17.09.2008 № 514–VI // Офіційний вісник України. — 2008. — № 81. — С.7.

do niektórych ustawodawczych aktów Ukrainy co do obligacji<sup>18</sup>. Ustawodawca zobowiązał emitentów do wydawania obligacji w bezdokumentowej postaci od 1 stycznia 2012 r. Wymaganiem art. 51 ust. 2 pkt 2 ustawy z dnia 5 lipca 2012 r. o instytucjach wspólnego inwestowania<sup>19</sup> (ustawa wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2014 r.) jest konieczność istnienia certyfikatów inwestycyjnych w bezdokumentowej postaci. Reformę narodowego systemu depozytowego Ukrainy wprowadziła ustawa z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy<sup>20</sup> (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.), przewidująca gruntowne przemiany w jego funkcjonowaniu, między innymi: rejestracje i potwierdzenia przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych w systemie ewidencji depozytowej i tryb przeprowadzenia rozliczeń. Szczególna uwaga zostanie poświęcona nowelizacji ustawy w kwestii obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi w następnej części artykułu.

Papiery wartościowe, które mogą być wydane i być w obrocie w innej formie niż dokument, to: akcje, certyfikaty inwestycyjne, certyfikaty funduszy operacji z nieruchomości, obligacje przedsiębiorstw, państwowe obligacje Ukrainy, obligacje pożyczek miejscowych, obligacje hipoteczne, certyfikaty hipoteczne i certyfikaty opcyjne.

Warto podkreślić, że ustawodawca ukraiński poświęca znaczną uwagę kwestii uregulowania stosunków powiązanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego dla obrotu papierami wartościowymi. W szczególności określono to umową o partnerstwie i współpracy między Ukrainą a Unią Europejską i jej państwami członkowskimi, w której jednym z priorytetów określono reformowanie ustawodawstwa ukraińskiego w zakresie wzrostu inwestycji, tworzeniu firm i przepływu kapitału. Stworzenie współczesnego rynku papierów wartościowych będzie sprzyjało włączeniu inwestycji do gospodarki narodowej, co może następować przez nabycie papierów wartościowych przez państwa zagraniczne<sup>21</sup>.

Z powyższych rozważań wynika, że ustawodawca ukraiński od 1994 r. w rozmaitych aktach prawnych określił zasady dematerializacji papierów wartościowych i ich obrotu, jednak w sposób dość ogólny. Regulacje nie zawierają konkretnych i kompleksowych rozwiązań, ale liczne kolizje w procesie przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych. Ponadto, nie unormowano mechanizmu realizacji praw inkorporowanych w zdematerializowanych papierach wartościowych, przejścia tych praw w wyniku zawarcia umowy o wyłączeniu zdemateria-

---

<sup>18</sup> Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облигацій. Закон України від 02.06.2011 № 3461-VI // Офіційний вісник України. — 2011. — № 51. — С.26.

<sup>19</sup> Про інститути спільного інвестування. Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI // Офіційний вісник України. — 2012. — № 63. — С.62.

<sup>20</sup> Про депозитарну систему України. Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI // Офіційний вісник України. — 2012. — № 76. — С.7.

<sup>21</sup> В. Коссака, М. Михайлів: *Правове регулювання іноземних інвестицій та міжнародної технічної допомоги в Україні*, Київ 2009, с. 14.

lizowanych papierów wartościowych i trybie ich sukcesji. Ustawodawca, jak uważa K. Lebedew, ustalając konstrukcję zdematerializowanych papierów wartościowych, realizował przede wszystkim wyłącznie praktyczne cele. Obecnie rynek kapitałowy operuje w zasadzie papierami w formie zdematerializowanej<sup>22</sup>. Jednak pomijane przez ustawodawcę nadal zostają kwestie charakteru prawnego zdematerializowanych papierów wartościowych, ich koncepcji i zasad obrotu. Zgadzam się z poglądem J. Jastrzębskiego, że stworzenie nowoczesnych ram prawnych i doktrynalnych dla dematerializacji przychodzi z większą łatwością w tych systemach, które nie dysponowały zbyt rozwiniętą doktryną klasycznych papierów wartościowych (Francja), niż w tych, gdzie dorobek nauki w tym zakresie był bogaty (Niemcy, Szwajcaria). Można odnieść wrażenie, że rozwinięta dogmatyka dotycząca „dokumentowego” papieru wartościowego stała się przeszkodą w nieskrepowanym rozwoju systemów obrotu papierami zdematerializowanymi<sup>23</sup>. Uważam, że Ukraina znajduje się w wyjątkowej sytuacji braku uregulowanego systemu obrotu papierami wartościowymi w klasycznej, dokumentowej postaci, i dlatego stan ten nie wymaga zmian. Jedyne, czego potrzebuje ukraiński rynek kapitałowy w obecnych warunkach, to budowy odpowiedniej regulacji prawnej obrotu zdematerializowanych papierów wartościowych. Im stabilniejszy polityczny i ekonomiczny system państwa i im dokładniej są uregulowane zagadnienia prawne rynku kapitałowego, tym mniej zależy on od tradycyjnych technologii i tym mniejsza jest konieczność papierowej formy realizacji praw z papierów wartościowych. Jeszcze jeden z założycieli klasycznej teorii prawa papierów wartościowych, M. Agarkow, w swoich pracach zaznaczał, że nauka o papierach wartościowych odnosi się do najbardziej skomplikowanych gałęzi prawa. Nawet w praktyce zapoznanie się z nimi przez ludzi bez edukacji prawnej sprawia znaczne trudności. Właśnie dlatego dla uczestników obrotu gospodarczego oraz dla orzecznictwa systematyczna ustawodawcza reglamentacja odpowiednich stosunków prawnych miałaby niewątpliwą korzyść<sup>24</sup>.

Podsumowując, możemy zauważyć, że analiza genezy źródeł regulacji prawnej emisji i obrotu zdematerializowanych papierów wartościowych umożliwia wyróżnienie następujących jej etapów: 1) brak specjalnej regulacji prawnej obrotu zdematerializowanych papierów wartościowych, zwiększającej ryzyko ich obrotu; 2) wprowadzenie do obrotu papierów wartościowych w bezdokumentowej postaci, wyłącznie jako elektronicznego zapisu na rachunku prowadzonym przez profesjonalnego uczestnika systemu depozytowego Ukrainy, oraz wprowadzenie do obrotu prawnego terminu „bezdokumentowe papiery wartościowe”; 3) przyjęcie specjal-

<sup>22</sup> K. Лебедев: *Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг (материально– и процессуально–правовые аспекты разрешения споров, связанных с отчуждением бездокументарных ценных бумаг)*, Москва 2007, s. 7.

<sup>23</sup> J. Jastrzębski: *Pojęcie papieru wartościowego...*, *op. cit.*, s. 282. Zwraca na to uwagę A. Chłopecki: *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym (w:) System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006, s. 874.

<sup>24</sup> М. Агарков: *Учение о ценных бумагах*, Москва 1927, s. 58–59.

nego ustawodawstwa, wyznaczającego tryb emisji i obrotu oddzielnych rodzajów papierów wartościowych, mogących istnieć w bezdokumentowej postaci, stworzenie usług pośredniczących na rynku kapitałowym oraz obsługi obrotu zdematerializowanych papierów wartościowych.

### 3. USTAWA O SYSTEMIE DEPOZYTOWYM UKRAINY — NOWELIZACJA REGULACJI PRAWNEJ PRZENIESIENIA PRAW ZE ZDEMATERYALIZOWANYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Ustawa z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy<sup>25</sup> (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.) wprowadziła reformę narodowego systemu depozytowego przez zasadnicze zmiany w funkcjonowaniu systemu depozytowego: rejestracji i potwierdzenia praw do zdematerializowanych papierów wartościowych w systemie ewidencji depozytowej, a także tryb przeprowadzenia rozliczeń z umów dotyczących zdematerializowanych papierów wartościowych.

Nowelizacja wspomnianej ustawy podzieliła uczestników systemu depozytowego Ukrainy na następujące kategorie: Narodowy Bank Ukrainy, depozyty–korespondenci, giełdy kapitałowe, instytucje rozliczeniowe, Centrum Rozrachunkowe z obsługą umów na rynkach finansowych, emitenci, handlarze papierami wartościowymi, spółki do kierowania aktywami, deponenci oraz profesjonalni uczestnicy systemu depozytowego Ukrainy (do których zalicza się Centralny Depozyt jako instytucja depozytowa). Natomiast ustawa z dnia 10 grudnia 1997 r. o Krajowym Systemie Depozytowym oraz o szczególnych warunkach elektronicznego obrotu papierami wartościowymi na Ukrainie<sup>26</sup> (ustawa traci moc z dniem 11 kwietnia 2014 r.) przewiduje istnienie przechowawców papierów wartościowych, depozytów oraz Narodowego Depozytu Ukrainy. Do chwili przyjęcia ustawy o systemie depozytowym Ukrainy funkcjonowały dwa depozyty papierów wartościowych: publiczna spółka akcyjna „Narodowy Depozyt” i prywatna spółka akcyjna „Ogólnoukraiński Depozyt Papierów Wartościowych”. Zgodnie z ust. 8 działu 6 ustawy depozyt papierów wartościowych w ciągu roku od dnia opublikowania ustawy ma zabezpieczyć przekazanie wszystkich globalnych certyfikatów do Narodowego Depozytu Ukrainy. Z tym dniem Narodowy Depozyt Ukrainy jest uważany za następcę prawnego innych depozytów, na podstawie umów o obsłudze emisji papierów wartościowych, zawartych między emitentami i depozytami. Można stwierdzić, że ustawodawca

---

<sup>25</sup> Про депозитарну систему України. Закон України від 06.07.2012 № 5178–VI // Офіційний вісник України. — 2012. — № 76. — С.7.

<sup>26</sup> Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні. Закон України від 10.12.1997 № 710/97–ВР // Офіційний вісник України. — 1997. — № 52. — С.23.

przewiduje istnienie jednego depozytu na Ukrainie na podstawie już działającego Narodowego Depozytu. W świetle art. 9 ust. 3 ustawy o systemie depozytowym Ukrainy akcjonariuszami Centralnego Depozytu mogą być państwo, Narodowy Bank Ukrainy, uczestnicy rynku kapitałowego, centralne depozyty innych krajów, międzynarodowe instytucje depozytowo-rozrachunkowe, a także międzynarodowe organizacje finansowe, których członkiem jest Ukraina. W dniu rejestracji regulaminu działania Centralnego Depozytariusza przed Narodową Komisją Papierów Wartościowych i Rynku Kapitałowego udział państwa razem z Narodowym Bankiem Ukrainy musi obejmować mniej niż 50% kapitału zakładowego Centralnego Depozytu Papierów Wartościowych. Do wyłącznych kompetencji Centralnego Depozytu należą:

- zaliczenie papierów wartościowych (oprócz obligacji wewnętrznych pożyczek państwowych, docelowych obligacji wewnętrznych pożyczek państwowych, skarbowych zobowiązań Ukrainy i obligacji pożyczek miejscowych, zaliczenie których prowadzi Narodowy Bank Ukrainy) do systemu ewidencji depozytowej, ich ewidencja i przechowywanie, a także spisanie papierów wartościowych w związku z ich wygaśnięciem lub anulowaniem;
- prowadzenie ewidencji zobowiązań płynących z wydanych przez emitenta papierów wartościowych na mocy deponowania certyfikatu globalnego albo tymczasowego certyfikatu globalnego;
- przechowywanie certyfikatów globalnych i tymczasowych certyfikatów globalnych;
- ułożenie rejestrów właścicieli papierów wartościowych imiennych;
- otrzymanie dochodów i innych wypłat z operacji emitentów (również tych, które pozostają w obrocie poza Ukrainą) na rachunek Narodowego Banku Ukrainy dla ich późniejszego przekazu odbiorcom;
- zakładanie i prowadzenie rachunków papierów wartościowych emitentów, instytucji depozytowych, depozytów-korespondentów, instytucji rozliczeniowych i Rozrachunkowego Centrum Obsługi Umów na Rynkach Finansowych.

Należy wskazać, że przepis o niezbędności istnienia na Ukrainie wyłącznie jednego depozytu papierów wartościowych, zabezpieczającego kształtowanie i funkcjonowanie systemu ewidencji depozytowej papierów wartościowych, jest jedną z pozytywnych zmian analizowanej ustawy. Powstanie wspomnianego depozytu było koniecznym krokiem w rozwoju sektora finansowego państwa, określonego w programie reform ekonomicznych Ukrainy na lata 2010–2014<sup>27</sup>, które odpowiadają trzeciej rekomendacji odczytu pozarządowej grupy ekspertów do spraw międzynarodowego systemu finansowego (grupy trzydziestu, G–30), odnośnie do którego każde państwo zobowiązane jest do posiadania rozwiniętego i efektywnie

<sup>27</sup> Програма економічних реформ на 2010–2014 роки „Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”. Програма Президента України від 02.06.2010: <http://zakon1.rada.gov.ua/signal/0004100.pdf>.

działającego depozytu centralnego<sup>28</sup>. Zdaniem autora stworzenie jednego depozytu jest konieczne do wykreowania na Ukrainie ujednoczonego systemu ewidencji praw do papierów wartościowych. Wpłyne to na ustalenie momentu przeniesienia prawa własności ze zdematerializowanych papierów wartościowych, zabezpieczenie przejrzystości informacyjnej, a także unifikację standardów ewidencji praw do papierów wartościowych. Będzie to również oddziaływać na praktyczną realizację zasady „delivery against payment”, skrócenie terminu wykonywania umów, efektywne działanie ewidencji depozytowej (włączając działalność Narodowego Banku Ukrainy), zabezpieczenie w ustalonym trybie stałego kopiowania rezerwowego i zachowania systemu ewidencji depozytowej, integracje z międzynarodowym systemem ewidencji depozytowej<sup>29</sup>. Odwołując się do doświadczenia zagranicznego w budowaniu systemu depozytowego, obsługującego obrót zdematerializowanymi papierami wartościowymi, to centralne depozyty papierów wartościowych są tworzone i funkcjonują w wielu państwach obcych, w szczególności Francji, Szwecji, Szwajcarii, Niemczech, Finlandii, Norwegii<sup>30</sup>, Polsce. W doktrynie prawa niejednokrotnie zwracano uwagę na konieczność przekazania funkcji ewidencji praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych Centralnemu Depozytowi Papierów Wartościowych<sup>31</sup>.

Jeszcze jedną zmianą w ustawie o systemie depozytowym Ukrainy jest sformułowanie pojęcia ewidencji depozytowej papierów wartościowych oraz jej podziału na dwie odmiany. Według art. 6 ust. 1 ewidencja depozytowa papierów wartościowych jest ewidencją papierów wartościowych, praw do papierów wartościowych i ich ograniczeń na rachunkach papierów wartościowych. Ewidencja praw do papierów wartościowych konkretnego właściciela jest prowadzona wyjątkowo przez instytucje depozytowe. Narodowy Bank Ukrainy prowadzi ewidencje wyłącznie co do obligacji wewnętrznych pożyczek państwowych, docelowych obligacji wewnętrznych pożyczek państwowych, skarbowych zobowiązań Ukrainy i obligacji pożyczek miejscowych. Centralny Depozyt Papierów Wartościowych jest właściwy dla ewidencjonowania papierów wartościowych między depozytami–korespondentami a ich klientami. Nabycie i wygaśnięcie praw do papierów wartościowych i praw z nimi związanych oraz ich ograniczenia dokonują się przez odnotowywanie odpowiedniego faktu w systemie ewidencji depozytowej.

---

<sup>28</sup> Е. Демущкин: *Вопросы гражданского права в теории и практике обращения безналичных ценных бумаг*, Москва 1999, s. 84.

<sup>29</sup> Л. Саванець: *Правове регулювання обігу бездокументарних цінних паперів: сучасний стан та перспективи* (w:) *Матеріали круглого столу «Дерегулювання й розвиток підприємництва» 23 грудня 2011 року*, под ред. Л. Труфанової, В. Фронька, Тернопіль 2012, s. 46.

<sup>30</sup> Л. Юлдашбаева: *Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций)*, Москва 1999, s. 83.

<sup>31</sup> Д. Бурачевский: *Как обеспечить достоверность данных реестров акционеров*, Рынок ценных бумаг 2009, nr 5–6, s. 60; С. Масловська, О. Опалов: *Фінансовий ринок: теорія і практика*, Житомир 2002, s. 125; В. Посполітак: *Шляхи реформування системи обліку прав за цінними паперами в Україні*, Наукові записки 2004, nr 26, s. 74.

W celu realizacji usług stosownie do: rozliczeń pieniężnych z umów dotyczących papierów wartościowych, zawartych na giełdzie albo poza giełdą, jeśli przeprowadza się rozliczenia na zasadzie „delivery against payment”, wypłaty dochodu z papierów wartościowych, wartości nominalnej przy wygaśnięciu papierów wartościowych i przy realizacji przez emitentów innych praw korporacyjnych, papierów wartościowych obracających się poza granicami Ukrainy ustawa wprowadziła nowy podmiot — Centrum Rozrachunkowe Obsługi Umów na Rynkach Finansowych. Narodowy Bank Ukrainy nadaje Centrum Rozrachunkowemu Obsługi Umów na Rynkach Finansowych status uczestnika systemu elektronicznych spłat Narodowego Banku Ukrainy. Inne osoby prawne, które pracują na rynku kapitałowym (oprócz banków), nie mogą być uczestnikami systemu elektronicznych spłat Narodowego Banku Ukrainy. Dla dokonania operacji rozrachunkowych, Centrum Rozrachunkowe Obsługi Umów na Rynkach Finansowych otwiera rachunek w Narodowym Banku Ukrainy, a także zakłada i prowadzi rachunki klientów w celu realizacji rozliczeń z umów dotyczących papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych.

Nowelizacją ustawy został dodany wymóg istnienia emisyjnych imiennych papierów wartościowych wyłącznie w bezdokumentowej postaci. Potwierdzeniem wynikających z nich praw jest zapis ewidencyjny na rachunku deponenta w instytucji depozytowej. Dowodem dokumentowym obecności w danym momencie praw deponenta (w razie zaliczenia papierów wartościowych na depozyt notariusza — odpowiedniego wierzyciela) jest wyciąg z rachunku deponenta, wydany przez instytucję depozytową na jego żądanie albo w innych wypadkach, ustalonych w ustawie lub umowie o obsłudze rachunku papierów wartościowych. Taki wyciąg z rachunku nie jest papierem wartościowym, a jego przekazanie nie jest dokonywaniem umowy dotyczącej papierów wartościowych i nie powoduje przeniesienia praw do papierów wartościowych (art. 8 ustawy o systemie depozytowym Ukrainy).

Przepisy ustawy o systemie depozytowym Ukrainy, odmiennie od aktualnej ustawy o Krajowym Systemie Depozytowym oraz o szczególnych warunkach elektronicznego obrotu papierami wartościowymi na Ukrainie, kodeksu cywilnego Ukrainy oraz kodeksu gospodarczego Ukrainy, nie przewidują odrębnego uregulowania przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych. Jednak w rozdziale VI „Przepisy końcowe i przejściowe” mieszczą się liczne zmiany wyżej wskazanych aktów prawnych w zakresie przeniesienia praw z papierów wartościowych.

Nie wyznaczając właściwości przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, ustawa o systemie depozytowym Ukrainy zawiera art. 20, poświęcony regulacji przeprowadzenia rozliczeń z umów dotyczących papierów wartościowych, co, moim zdaniem, jest bezpośrednio związane z przeniesieniem praw z papierów wartościowych. Rozliczenia z umów na giełdzie i poza nią z zachowaniem zasady „delivery against payment” następują drogą: przelewu środków przez Centrum Rozrachunkowe Obsługi Umów na Rynkach Finansowych; przeka-

zania papierów wartościowych przez Centralny Depozyt Papierów Wartościowych albo Narodowy Bank Ukrainy na rachunki klientów; spisania praw do papierów wartościowych na rachunki deponentów przez instytucje finansowe; przekazania praw do papierów wartościowych między depozytami–korespondentami na rachunki ich klientów (deponentów) odpowiednio do ustawodawstwa innego kraju. Rozliczenia są uważane za dokonane wyjątkowo po otrzymaniu przez Centralny Depozyt Papierów Wartościowych informacji od instytucji depozytowych o przekazanie przez nie praw do papierów wartościowych na rachunkach deponentów. Są one realizowane na mocy otrzymanej od Centralnego Depozytu informacji o wynikach rozliczeń z umów dotyczących papierów wartościowych. Centralny Depozyt Papierów Wartościowych zawiadamia Centrum Rozrachunkowe Obsługi Umów na Rynkach Finansowych albo instytucje rozliczeniowe o fakcie zakończenia rozliczeń. Są one przeprowadzane zgodnie z zasadą „delivery against payment” nie później niż trzeciego dnia od dnia dokonywania odpowiedniej umowy zawartej na rynku giełdowym. Rozliczenia z umów pozagiełdowych mogą zostać przeprowadzone z zachowaniem zasady „delivery against payment”, jak i bez jej zachowania, w trybie przewidzianym odpowiednią umową.

#### 4. WPLYW MECHANIZMU IDENTYFIKACJI UPRAWNIONEGO NA ZASADY PRZENIESIENIA PRAW — ANALIZA DLA POSZCZEGÓLNYCH KATEGORII PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH ZE WZGLĘDU NA ZDEMATERYALIZOWANIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Regulację prawną przeniesienia praw z papierów wartościowych przewidują: kodeks cywilny Ukrainy i kodeks gospodarczy Ukrainy, a także ustawy specjalne, w szczególności ustawa z dnia 23 lutego 2006 r. o papierach wartościowych i rynku kapitałowym, ustawa z dnia 10 grudnia 1997 r. o Krajowym Systemie Depozytowym oraz o szczególnych warunkach elektronicznego obrotu papierami wartościowymi na Ukrainie, akty prawne Narodowej Komisji Papierów Wartościowych Rynku Kapitałowego, ustalające zasady prawne obrotu papierów wartościowych. Ustalono trzy sposoby przeniesienia praw z papierów wartościowych, opierając się na podziale papierów wartościowych na imienne, na zlecenie i na okaziciela, jednakże nie mogą one być zastosowane do bezdokumentowej postaci papierów wartościowych.

Prawa z papierów wartościowych na okaziciela są przenoszone przez wręczenie tychże nabywcy. Ich specyfiką jest niemożliwość identyfikacji upoważnionej osoby. Emitent spełnia zobowiązanie na rzecz osoby, która zwraca się do niego z papierem wartościowym. Nie przewidziano w obowiązującym ustawodawstwie możliwości istnienia papierów wartościowych na okaziciela w bezdokumentowej

postaci i tylko w ustawie z dnia 10 grudnia 1997 r. o Krajowym Systemie Depozytowym oraz o szczególnych warunkach elektronicznego obrotu papierami wartościowymi na Ukrainie zaznaczono, że w razie zbycia zdematerializowanych papierów wartościowych na okaziciela prawo własności przechodzi na nowego właściciela z momentem ich zaliczenia na rachunek właściciela u przechowawcy. Należy wskazać, że w ust. 4 pkt 16 rozdziału VI „Przepisy końcowe i przejściowe” ustawy z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.) przewidziano istnienie papierów wartościowych na okaziciela w bezdokumentowej postaci i wprowadzenie odpowiednich zmian do art. 4 ust. 2 ustawy o papierach wartościowych i rynku kapitałowym, w szczególności wprowadzono akapity 2–4 w następującym brzmieniu: „Prawa do papieru wartościowego i prawa z papieru wartościowego na okaziciela, który istnieje w formie bezdokumentowej, przechodzą w trybie określonym dla przejścia praw do imiennych papierów wartościowych. Przejście praw do zdematerializowanych papierów wartościowych na okaziciela i realizacja praw wymaga obowiązkowej identyfikacji właściciela przez instytucję depozytową, prowadzącą rachunek takiego właściciela. Rejestru właścicieli papierów wartościowych na okaziciela nie prowadzi się”. Uważam, że wskazane normy nie są zgodne z normami regulującymi państwowy system depozytowy z następujących powodów. Proces dematerializacji papierów wartościowych przewiduje ich przekształcenie z dokumentowej formy w bezdokumentową przez zdeponowanie certyfikatów w skarbcach przechowawców (instytucji depozytowych) albo depozytu (Centralnego Depozytu) papierów wartościowych. Zamierzeniem takiej regulacji jest zabezpieczenie ich późniejszego obrotu pod postacią zapisów ewidencyjnych na rachunkach przechowawców (instytucji depozytowych) albo depozytu (Centralnego Depozytu) papierów wartościowych. Istnienie papierów wartościowych w formie bezdokumentowej przewiduje imienną identyfikację ich właściciela, zgodnie z decyzją Narodowej Komisji Papierów Wartościowych i Rynku Kapitałowym o zatwierdzeniu rozporządzenia o działalności depozytovej. Przechowawcy otwierają rachunek swoim deponentom na mocy umowy o otwarciu rachunku i odpowiedniego oświadczenia z zaznaczeniem imienia właściciela tego rachunku. Biorąc pod uwagę fakt, że rachunki właścicieli papierów wartościowych u przechowawcy (instytucji depozytovej) nie mogą być anonimowe, a dematerializacja papierów wartościowych odbywa się tylko przez imienną identyfikację właściciela, co jest podstawą przemiany papierów wartościowych na okaziciela na imienne papiery wartościowe, i odpowiednio — realizacji przekazania praw z nich wynikających, istnienie bezdokumentowych papierów wartościowych na okaziciela jest moim zdaniem niemożliwe. Zatem mechanizm przeniesienia praw z papierów wartościowych na okaziciela przez ich wręczenie nabywcy nie podporządkowuje się stosowaniu do bezdokumentowej postaci papierów wartościowych, a możliwość istnienia zdematerializowanych papierów wartościowych na okaziciela przeczy ich istocie.

W związku z powyższym uważam za celowe uzupełnić art. 5 ustawy o Krajowym Systemie Depozytowym oraz o szczególnych warunkach elektronicznego obrotu papierami wartościowymi na Ukrainie poprzez ustalenie, czy przy dematerializacji papiery wartościowe na okaziciela stają się imiennymi, a także wprowadzić zmiany do ust. 4 pkt 16 rozdziału VI „Przepisy końcowe i przejściowe” ustawy o systemie depozytowym Ukrainy (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.), w szczególności wyłączyć akapity 2–4 art. 4 ust. 2 ustawy o papierach wartościowych i rynku kapitałowym (zaproponowany jako zmiana do niniejszej ustawy).

Odpowiednio do art. 197 ust. 5 kodeksu cywilnego Ukrainy prawa z papierów wartościowych na okaziciela przyznane są określonej w nich osobie, która może sama zrealizować te prawa albo upoważnić inną osobę: przeniesienia dokonuje się przez indosowanie, przez co na indosariusza przechodzą wszystkie prawa nim poświadczone, przy czym indosant odpowiada za istnienie i spełnienie tego prawa. Analogiczny przepis mieści się też w art. 3 ust. 4 ustawy o papierach wartościowych i rynku kapitałowym.

W doktrynie prawa nie ma jednolitych poglądów co do istoty indosu. Część badaczy<sup>32</sup> traktuje go jak wpis przesyłowy, który dokonuje się na mocy umowy o przekazaniu prawa własności papieru wartościowego na okaziciela i jawi się jako szczególna forma cesji. Inni<sup>33</sup> uznają go za czynność jednostronną, co nie jest odmianą cesji, tylko samodzielną czynnością jednostronną<sup>34</sup>. Wydaje się niecelowe utożsamienie indosu z umową, ponieważ polega on na dokonywaniu przez indosanta jednoosobowego wpisu przesyłowego na papierze wartościowym na zlecenie, ani z odmianą cesji przez rozpiętość odpowiedzialności. Przy cesji odpowiedzialność cedenta jest ograniczona, podczas gdy indosant odpowiada i za istnienie, i za spełnienie tego prawa.

Moim zdaniem stosowanie mechanizmu przeniesienia praw z papierów wartościowych na zlecenie w bezdokumentowej postaci papierów wartościowych jest niezgodne zarówno z teoretycznej, jak i praktycznej strony z ich istotą prawną, ponieważ dokonywanie zbycia indosem jako sposób wyodrębnienia inkorporowanych w nich praw jest sprzeczny z ich właściwością. Oprócz tego, w praktyce jako papiery wartościowe na zlecenie występują weksle i czek, funkcjonujące w obrocie wyjątkowo w dokumentowej postaci papierów wartościowych. Potwierdzeniem tej tezy jest art. 5 ustawy z dnia 10 grudnia 1997 r. o Krajowym Systemie Depozytowym

---

<sup>32</sup> *Цивільний кодекс України: Науково-практичний коментар* (ред. розробників проекту цивільного кодексу України; А.С. Довгерт та ін.), Київ 2004, s. 139; *Цивільний кодекс України: Науково-практичний коментар*: У 2-х ч. (заг. ред. Я. М. Шевченко), t. 1, Київ 2004, s. 274.

<sup>33</sup> В. Белов: *Ценные бумаги в российском гражданском праве*, Москва 1996, s. 88, 89; М. Брагинский, В. Витрянский: *Договорное право: общие положения*, Москва 1997, s. 379; И. Фролова: *Правовое регулирование перехода прав на бездокументарные ценные бумаги*: дис... кандидата юридических наук: 12.00.03, Москва 2006, s. 39.

<sup>34</sup> В. Уруков: *Вексель и цессия*, Право и экономика 2003, nr 3, s. 58.

oraz o szczególnych warunkach elektronicznego obrotu papierów wartościowych na Ukrainie<sup>35</sup> poświęcony regulacji przeniesienia i realizacji prawa własności papierów wartościowych w Narodowym Systemie Depozytowym. Wspomniany artykuł nie dotyczy przeniesienia praw z papierów wartościowych na zlecenie, co świadczy o negatywnym nastawieniu ustawodawcy do możliwości istnienia papierów wartościowych na zlecenie w bezdokumentowej postaci oraz ich obrocie w Narodowym Systemie Depozytowym. O tych problemach wypowiedzieli się autorzy pracy<sup>36</sup> mającej wpływ na ustawę o systemie depozytowym Ukrainy (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.). Wprowadziła ona zmiany i uzupełnienia w ustawie z dnia 23 lutego 2006 r. o papierach wartościowych i rynku kapitałowym, przewidując, że papiery wartościowe na zlecenie mogą istnieć wyłącznie w dokumentowej postaci.

Analizując przeniesienie praw z papierów wartościowych imiennych, można spostrzec pewną niekonsekwencję ustawodawcy, przewijającą się w sprzeczności norm dotyczących tych samych stosunków prawnych. Na szczególną uwagę zasługuje art. 197 ust. 4 kodeksu cywilnego Ukrainy, według którego prawa z papierów wartościowych imiennych należą się określonej w nich osobie i są przenoszone w trybie ustalonym dla cesji. Zbywca odpowiada tylko za nieistnienie roszczenia, a nie za jego niewykonanie. Zgodnie z art. 163 ust. 3 kodeksu gospodarczego Ukrainy, papiery wartościowe imienne przenosi się przez pełny indos, jeżeli inaczej nie przewidziano w przepisach. Zbywca papierów wartościowych imiennych staje przed dylematem prawnym dotyczącym sposobu przekazania papierów wartościowych nabywcy i norm prawa, na mocy których następuje takie przekazanie: albo w trybie ustalonym dla cesji, albo przez spełnienie zapisu przesyłowego (indosu). Jeżeli bowiem odwołać się do specjalnego aktu prawnego, w szczególności do ustawy z dnia 23 lutego 2006 r. o papierach wartościowych i rynku kapitałowym, to art. 4 ust. 3 jest przepisem odsyłającym — prawa, poświadczone przez papier wartościowy imienny, przenosi się w trybie ustalonym przez ustawodawstwo Ukrainy. Do celowo w tej sytuacji należy się kierować normami kodeksu cywilnego Ukrainy i stosować przy przeniesieniu praw z papierów wartościowych imiennych reżim cesji, ponieważ analogiczna regulacja mieści się w ustawie z dnia 10 grudnia 1997 r. o Krajowym Systemie Depozytowym oraz o szczególnych warunkach elektronicznego obrotu papierów wartościowych na Ukrainie. Ponadto przeniesienie praw z papierów wartościowych przez indos jest właściwe papierom wartościowym na zlecenie, a nie imiennym papierom wartościowym<sup>37</sup>. Podkreślić należy konieczność zmian w art. 164 ust. 3 kodeksu gospodarczego Ukrainy. Zaznaczam, że ustawa

<sup>35</sup> Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні. Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР // Офіційний вісник України. — 1997. — № 52. — С.23.

<sup>36</sup> Л. Саванець: *Перехід прав за бездокументарними цінними паперами: проблеми та перспективи*, Часопис Академії Адвокатури України 2012, nr 2, [www.nbu.gov.ua/e-journals/ChaaU/2012-2/12slmtp.pdf](http://www.nbu.gov.ua/e-journals/ChaaU/2012-2/12slmtp.pdf).

<sup>37</sup> Л. Саванець: *Перехід прав за бездокументарними цінними паперами...*, *op. cit.*

z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.) przewiduje usunięcie zaznaczonych kolizji przez wykluczenie art. 163 ust. 3 kodeksu gospodarczego Ukrainy.

Następnie podejmę próbę wyjaśnienia możliwości przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych w świetle unormowań dotyczących cesji. W tym celu postaram się przeanalizować istotę cesji. Warto zauważyć, że w literaturze naukowej nie sformułowano jednoznacznej odpowiedzi dotyczącej tego problemu. W przedrewolucyjnej doktrynie cywilistycznej cesję rozumiano jak umowny sposób przemiany składu subiektywnego po stronie aktywnej zobowiązania, sukcesję syngularną w prawach wierzyciela pierwotnego ze strony osoby trzeciej, niebiorącej udziału w ustaleniu zobowiązania<sup>38</sup>. W cywilistyce okresu radzieckiego cesję rozpatrywano jak akt przekazania praw oparty na umowie<sup>39</sup>. Poglądy współczesnych cywilistów dotyczące badania tej problematyki sprowadzają się do rozumienia cesji jako wyniku umowy prawnej o przekazaniu praw<sup>40</sup>. Z analizy ustawodawstwa współczesnego wynika, że konstruowanie cesji nie odbywa się na podstawie oddzielnej umowy, ale że jest ona bezpośrednią konsekwencją prawną tradycyjnej umowy o przekazaniu majątku pod postacią przekazania przez wierzyciela pierwotnego prawa wymagalności roszczenia wierzycielowi następczemu.

Żaden z ukraińskich aktów prawnych nie zawiera reguł wyznaczających wyraźnie miejsce i rolę cesji w obrocie imiennymi papierami wartościowymi. Opinie badaczy dotyczące tego pytania sprowadzają się przeważnie do propozycji zawarcia umowy (zarówno odpłatnej, jak i nieodpłatnej), będącej podstawą przejścia prawa własności na papiery wartościowe imienne, po czym wskazują na dodatkowe przeprowadzenie cesji<sup>41</sup>. Niezrozumiałe pozostają powody, dla których ustawodawca powołał przepisy o cesji przy papierach wartościowych imiennych, choć powszechnie wiadomo, że prawa zobowiązujące mogą inkorporować papiery wartościowe na okaziciela, a także papiery wartościowe na zlecenie.

Ukraiński ustawodawca, wskazując cesję jako tryb inkorporowania praw w papierach wartościowych, pomija przesłanki skuteczności cesji. Postaram się przybliżyć te nieścisłości, analizując główne przepisy o cesji (art. 509–525 kodeksu cywilnego Ukrainy).

Istotą cesji jest zmiana wierzyciela w zobowiązaniu wskutek przekazania swoich praw innej osobie w umowie, co odbywa się odpowiednio do art. 516 ust. 1

---

<sup>38</sup> Д. Мейер: *Русское гражданское право*, t. 2, Москва 1997, s. 114; Г. Шершеневич: *Учебник торгового права (по изданию 1914 г.)*, Москва 1994, s. 287.

<sup>39</sup> *Советское гражданское право: Учебник*, t. 1, под ред. О. Красавчикова, Москва 1985, s. 377; Б. Черепакхин: *Правопреемство по советскому гражданскому праву*, Москва 1962, s. 68.

<sup>40</sup> М. Брагинский, В. Витрянский: *Договорное право: общие положения*, Москва 1997, s. 464–466; О. Кот: *Перехід прав кредиторів. Історія. Теорія. Законодавство*, Київ 2002, s. 60; Ю. Мица: *Правова природа похідних цінних паперів*, Харків 2006, s. 182; И. Спасибо–Фатеева: *Правовая природа цессии*, Предпринимательство, хозяйство и право 1998, nr 11, s. 14.

<sup>41</sup> В. Белов: *Ценные бумаги...*, *op. cit.*, s. 85.

kodeksu cywilnego Ukrainy bez zgody dłużnika, jeśli ustawa nie wymaga inaczej. Ustawodawstwo, regulując emisję i obrót imiennymi papierami wartościowymi, nie ustala warunków dotyczących konieczności otrzymania zgody emitenta przy zbyciu jego papierów wartościowych. Jednak przy dosłownym tłumaczeniu zaznaczonego przepisu, strony zobowiązania mają prawo ustalić w umowie, będącej podstawą powstania tego stosunku prawnego, konieczność otrzymania zgody dłużnika na cesję prawa wierzyciela pierwotnego nowemu wierzycielowi. Stosując wspomniany przepis, nie będzie niczym nowym sytuacja, w której emitent przy emisji pierwotnej włączył zaznaczony warunek do umowy.

Rezultatem takiego działania jest uzależnienie od woli emitenta późniejszego obrotu takimi papierami wartościowymi. Moim zdaniem jest to sprzeczne z istotą papierów wartościowych, a także stwarza niedopuszczalne podstawy odmiennego reżimu prawnego obrotu papierami wartościowymi pochodzącymi od różnych emitentów.

W świetle art. 516 ust. 2 kodeksu cywilnego Ukrainy wierzyciel jest zobowiązany na piśmie zawiadomić dłużnika o zmianie wierzyciela pod rygorem pogorszenia sytuacji prawnej nowego wierzyciela. Przy zbyciu zdematerializowanych papierów wartościowych imiennych, ustawodawca nie wyznacza obowiązku zbywcy albo nabywcy zawiadomienia emitenta o zawartej umowie. Realizacji praw inkorporowanych w papierach wartościowych i wykonania odpowiedniego obowiązku emitenta będzie domagać się ta osoba, która na moment ich spełnienia była właścicielem papierów wartościowych na rachunku u przechowawcy (instytucji depozytowej) i włączona do zbiorczego ewidencyjnego rejestru właścicieli papierów wartościowych (rejestru właścicieli papierów wartościowych imiennych) złożonego przez depozyt (Centralny Depozyt) papierów wartościowych na prośbę emitenta papierów wartościowych. Jednakże w badaniach naukowych zaznacza się, że polecenie zbywcy wydane przechowawcy o spisanie z jego rachunku papierów wartościowych i ich zaliczenie na rachunek nabywcy jest przejawem zawiadomienia dłużnika o zmianie wierzyciela<sup>42</sup>. Uważam, że to stanowisko jest nie do przyjęcia w omawianych stosunkach prawnych. Informowanie przechowawcy i depozyt papierów wartościowych nie są tożsame z zawiadomieniem dłużnika, ponieważ ani pierwszy, ani drugi uczestnik rynku papierów wartościowych nie są osobami zobowiązanymi z tytułu posiadania papierów wartościowych. Nie mają obowiązku informowania emitenta papierów wartościowych o zmianie ich właściciela. Tylko na konkretnie określonej dacie ewidencji depozyt papierów wartościowych, na mocy zawartej z emitentem umowy o obsłudze, podaje emitentowi zbiorczy rejestr właścicieli wydanych przez emitenta papierów wartościowych (rejestr właścicieli papierów wartościowych imiennych). W związku z tym, w danym okresie, papiery wartościowe mogą kilka razy zmienić

<sup>42</sup> К. Лебедев: *Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг...*, *op. cit.*, s. 50–51; Л. Юлдашбаева: *Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг...*, *op. cit.*, s. 109–110.

właścicieli, a emitent otrzyma informacje tylko co do ostatniego. W konsekwencji o przeniesieniu praw z papierów wartościowych emitent może się nie dowiedzieć.

Oprócz tego, art. 517 ust. 1 kodeksu cywilnego Ukrainy ustala obowiązek pierwotnego wierzyciela przekazania nowemu wierzycielowi dokumentów, które poświadczają prawa. Jedynym potwierdzeniem prawa własności na bezdokumentowej formie papierów wartościowych jest wyciąg z rachunku wydany przez przechowawcę (instytucję depozytową) ich właścicielowi. Wyciąg ten nie może być przedmiotem umów dotyczących przejścia prawa własności papierów wartościowych. Przy zbywaniu zdematerializowanych papierów wartościowych ich zbywca nie przekazuje nabywcy żadnych dokumentów poświadczających prawo własności do papierów wartościowych, a przekazanie praw nimi poświadczonych odbywa się wskutek kompleksowego współdziałania fachowych uczestników Narodowego Systemu Depozytowego.

Z art. 518 ust. 1 kodeksu cywilnego wynika jednoznacznie, że cesja dopuszcza prawo dłużnika podniesienia zarzutu przeciwko żądaniu nowego wierzyciela, opartego na jego umowie z wierzycielem pierwotnym. Odnośnie do papierów wartościowych nie przewidziano żadnego wyjątku od tej reguły. Umożliwia to emitentowi prawo zgłaszania zarzutów przeciwko roszczeniom nowego wierzyciela, z wyjątkiem niemożliwości odmowy wykonania zobowiązania, poświadczonego przez papier wartościowy, z powoływaniem się na brak podstawy zobowiązania albo na jego nierzeczywistość (art. 198 ust. 2 kodeksu cywilnego Ukrainy). Zaznaczona konstrukcja jest sprzeczna z koncepcją legitymacji właściciela papierów wartościowych, cechą ich wiarygodności publicznej, a sam fakt istnienia normy ustawodawczej odnośnie do papierów wartościowych, sprzecznej z ich podstawową zasadą publicznej wiarygodności, jest przejawem pozbawienia papieru wartościowego jego istoty.

We współczesnych opracowaniach naukowych z dziedziny prawa korporacyjnego<sup>43</sup> przeważa pogląd samodzielności stosunków korporacyjnych, nieobecności w nich wierzyciela i dłużnika, co uzasadnia wykluczenie cesji przy przeniesieniu praw z papierów wartościowych.

Ponadto, w literaturze naukowej zaznacza się niezgodność reglamentacji prawnej przeniesienia praw w reżimie cesji potrzebom szybkiego i pewnego obrotu papierów wartościowych na rynku kapitałowym. Zdematerializowane papiery wartościowe imienne — to termin warunkowy, ponieważ ich imienny charakter nie wiąże się ze sposobem ujawnienia i przeniesienia praw, a tylko z brakiem anonimowości ich właściciela wobec emitenta<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> В. Жорнокуй: *Проблемні моменти визначення місця корпоративних відносин і кваліфікації немайнових корпоративних прав у предметі регулювання цивільного законодавства*, Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ 2012, nr 1, [http://www.nbu.gov.ua/portal/soc\\_gum/vkhnuvs/2012\\_56/56/51.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/vkhnuvs/2012_56/56/51.pdf); *Корпоративное право: актуальные проблемы теории и практики*, под ред. В. Белова, Москва 2009, s. 163; І. Спасибо–Фатєєва: *Цивілістика: на шляху формування доктрини: вибр. наук. пр.*, Харків 2012, s. 142.

<sup>44</sup> J. Jastrzębski: *Pojęcie papieru wartościowego...*, *op. cit.*, s. 365, 409.

Tradycyjnie w doktrynie przedrewolucyjnej przeniesienie praw z papierów wartościowych imiennych określano jako *трансферт* (transfer), przez który rozumiano wprowadzenie zmian w księdze rejestrowej emitenta. M. Agarkow z tego powodu zaznaczał, że możliwe są dwa sposoby przeniesienia papierów wartościowych imiennych: przez dokonywanie transferu w księdze emitenta na podstawie oświadczenia zbywcy, czemu towarzyszy okazanie papieru wartościowego; albo przez przekazanie papieru wartościowego nabywcy na mocy indosu, który odbywa się na podstawie oświadczenia nabywcy wraz z okazaniem papieru wartościowego<sup>45</sup>. W stosunku do terminologii współczesnej możemy zauważyć, że przeniesienie praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych imiennych odbywa się w trybie transferu przez wprowadzenie zmian w zbiorczym rejestrze na rachunku emitenta, dokonanych na zlecenie zbywcy. Przeniesienie praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych imiennych w trybie transferu, następującego na mocy oświadczenia nabywcy, w związku z którym przechowawca dokonuje przelewu z rachunku, odbywa się w razie sukcesji uniwersalnej, ponieważ nie jest możliwe oświadczenie poprzedniego właściciela.

Skuteczność prawna przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych wymaga spełnienia dwóch przesłanek należytej legitymacji właściciela: otwarcie przez właściciela rachunku papierów wartościowych i zaliczenie papierów wartościowych na ten rachunek przez przechowawcę, a także odnotowanie właściciela w zbiorczym ewidencyjnym rejestrze właścicieli papierów wartościowych (rejestrze właścicieli papierów wartościowych imiennych).

Transfer nie może być traktowany jako cesja, ponieważ przeniesienie jest czynnością jednostronną, natomiast cesja — dwustronną.

W. Gostiuk, w teoretycznie uzasadnionym postulacie, zaleca stosowanie do przeniesienia praw własności z papierów wartościowych imiennych określenia „wykwalifikowane oświadczenie woli”. Badacz przez to pojęcie rozumie całokształt działań skierowanych na realizację wewnętrznej woli: zbywanie papierów wartościowych imiennych, następujące przez zawarcie odpowiedniej umowy i załatwienie rozporządzenia o spisaniu papierów wartościowych z rachunku<sup>46</sup>. Proponuje on ustalić na poziomie ustawodawczym, że momentem osiągnięcia zgody na zbycie papierów wartościowych imiennych jest moment podpisania ostatniego dokumentu: umowy czy odpowiedniego rozporządzenia; prawo własności do papierów wartościowych imiennych przechodzi z momentem osiągnięcia takiej zgody<sup>47</sup>.

Nową ustawą z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.) w rozdziale VI „Przepisy końco-

<sup>45</sup> М. Агарков: *Учение о ценных бумагах, op. cit.*, s. 127.

<sup>46</sup> В. Гостюк: *Цивільно-правові договори з цінними паперами за законодавством України*: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03, Київ 2005, s. 175.

<sup>47</sup> В. Гостюк: *Особливості передачі прав на іменні цінні папери*, Науковий вісник Чернівецького університету. Збірник наукових праць 2003, Вип. 180: Правознавство, s. 60–61.

we i przejściowe” przewidziano wprowadzenie zmian do ustawy z dnia 23 lutego 2006 r. o papierach wartościowych i rynku kapitałowym oraz ustalenie istnienia papierów wartościowych imiennych wyłącznie w postaci bezdokumentowej. Nie wyznaczono przy tym mechanizmu przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych. Zawarto również przepis odsyłający, że prawa do papieru wartościowego imiennego i prawa z papieru wartościowego imiennego przechodzą do innej osoby w trybie ustalonym przez ustawodawstwo o systemie depozytowym Ukrainy. Ponadto w ustawie tej przewidziano, że papiery wartościowe nieemisyjne mogą istnieć wyjątkowo w dokumentowej formie i mogą być emitowane jako papiery wartościowe na okaziciela albo papiery wartościowe na zlecenie. Obok tego zauważamy normę ustalającą możliwość przynależności prawa do papieru wartościowego i praw z papierów wartościowych istniejących w postaci dokumentowej osobie, zaznaczonej w papierze wartościowym (papier wartościowy imienny). Konsekwencją tego jest dopuszczenie przez ustawodawcę do istnienia papierów wartościowych imiennych w formie dokumentowej, które nie należą ani do emisyjnych (wyłącznie bezdokumentowej postaci papieru wartościowego), ani do nieemisyjnych (wyłącznie papierów wartościowych na okaziciela i papierów wartościowych na zlecenie). Moim zdaniem celem ustawodawcy powinno być ustalenie bezdokumentowej postaci papierów wartościowych jako wyłącznej formy istnienia papierów wartościowych imiennych. Uważam również, że dokumentowa postać papierów wartościowych może być wyłącznie stosowana do papierów wartościowych na okaziciela i papierów wartościowych na zlecenie. W związku z tym należy wprowadzić odpowiednie zmiany w ust. 4 pkt 16 rozdziału VI „Przepisy końcowe i przejściowe” ustawy z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.), a także konieczne jest wprowadzenie zmian do art. 3 ustawy z dnia 23 lutego 2006 r. o papierach wartościowych i rynku kapitałowym, w szczególności z ust. 4 zaznaczonego artykułu wycofać wyrażenie „osobie, zaznaczonej w papierze wartościowym (papier wartościowy imienny)”.

Przeniesienie praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, przewidujące spełnienie specjalnym subiektem odpowiedniego zapisu na rachunku w papierach wartościowych, jest autonomicznym i kompleksowym reżimem sukcesji syngularnej, niepowiązany z mechanizmem przeniesienia praw z papierów wartościowych na okaziciela czy papierów wartościowych na zlecenie, istniejących w formie dokumentowej. Zdematerializowane papiery wartościowe charakteryzują się szczególnym sposobem identyfikacji uprawnionej osoby — właściciela rachunku papierów wartościowych otwartego u przechowawcy i oznaczeniem tegoż w rejestrze właścicieli papierów wartościowych imiennych danego emitenta, prowadzonego przez depozyt papierów wartościowych. Taka identyfikacja właścicieli zdematerializowanych papierów wartościowych odbywa się tylko za pośrednictwem uczestników profesjonalnych, których działalność podlega szczególnemu nadzoro-

wi Narodowej Komisji Papierów Wartościowych i Rynku Kapitałowego. Uwzględniając wspomnianą specyfikę, odmienny reżim przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych od mechanizmu cesji, indosu, okazania, proponuję oprócz regulację papierów wartościowych w formie bezdokumentowej na normach odnoszących się do papierów wartościowych imiennych z samodzielnym, właściwym ich sposobem przeniesienia praw. W związku z tym należy wprowadzić zmiany w art. 197 kodeksu cywilnego Ukrainy, w szczególności ust. 1 pkt 2 przedstawić w następującej redakcji: „osobie, na której rachunek papierów wartościowych jest zaliczony papier wartościowy (papier wartościowy imienny)”, a pierwsze zdanie ust. 4 w sposób następujący: „Prawa, poświadczone przez imienny papier wartościowy, są przenoszone przez dokonywanie operacji depozytowych u profesjonalnych uczestników obrotu i przechodzą na nowego właściciela z momentem zaliczenia papierów wartościowych na jego rachunek”.

Stosunki cywilnoprawne istniejące między właścicielem zdematerializowanych papierów wartościowych i przechowawcą są określane jako wzajemne. Zakłada to konieczność spełnienia przez przechowawców poleceń deponentów, dotyczących realizacji ich uprawnień właściciela papierów wartościowych. Właściciele natomiast mają obowiązek opłacać usługi przechowawców. Powstanie stosunków depozytowych przewiduje odpowiednie zmiany trybu legitymacji upoważnionej osoby. W związku z tym na instytucje depozytowe nałożono obowiązek działania na korzyść deponenta dla należytej legitymacji przyznanych im praw, poświadczonych przez papiery wartościowe. Ponadto przechowawców obciążono obowiązkiem współdziałania z Centralnym Depozytem Papierów Wartościowych albo w wypadkach ustalonych przez ustawodawstwo — z Narodowym Bankiem Ukrainy, a także z emitentem papierów wartościowych i osobami trzecimi w tej mierze, która jest niezbędna dla potwierdzenia odpowiednich uprawnień właścicieli zdematerializowanych papierów wartościowych.

## 5. WNIOSKI

Ewolucja światowego rynku kapitałowego spowodowała powstanie w XX stuleciu procesu dematerializacji papierów wartościowych, czyli pojawienie się nowej, bezdokumentowej postaci papierów wartościowych. Proces ten zapoczątkowały rekomendacje pozarządowej grupy ekspertów międzynarodowego systemu finansowego (G-30), które stały się podstawami narodowych koncepcji rozwoju rynków kapitałowych i określiły kierunek rozwoju rynku papierów wartościowych. Począwszy od przyjęcia w 1994 r. dekretu Prezydenta Ukrainy o elektronicznym obrocie papierami wartościowymi i krajowym depozycie, i następnie, wskutek kolejnych interwencji legislacyjnych dokonanych w latach 2001–2008 oraz w roku 2012, ustawodawca ukraiński opowiedział się za quasi-realnym mechanizmem przenie-

sienia praw z papierów wartościowych zdematerializowanych. Zapis na rachunku uczyniono przesłanką ich skutecznej alienacji.

Nową ustawą z dnia 6 lipca 2012 r. o systemie depozytowym Ukrainy (ustawa wchodzi w życie z dniem 11 października 2013 r.) zmienia się tryb odzyskania praw do papierów wartościowych i ich przekazania, a także system uczestników depozytowego systemu Ukrainy. Powstają nowi uczestnicy, tacy jak: Centralny Depozyt, instytucje depozytowe oraz rozrachunkowe centrum obsługi umów na rynkach finansowych, powołane w celu zabezpieczenia funkcjonowania systemu depozytowego, rejestracji i ewidencji praw z papierów wartościowych, realizacji rozliczeń transakcji. Narodowy Depozyt Papierów Wartościowych Ukrainy jest uważany za prawnego następcę innych depozytów, które zawarły z emitentem umowę o obsłudze emisji. Narodowy Depozyt Papierów Wartościowych Ukrainy będzie spełniać ewidencję depozytową wszystkich emisyjnych papierów wartościowych Ukrainy.

Mechanizm przeniesienia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych jest odmienny od reżimu cesji, indosu, okazania. Ze względu na konieczność obowiązkowej identyfikacji właściciela zdematerializowanych papierów wartościowych przez przechowawcę, zaproponowano odnieść papiery wartościowe istniejące w postaci bezdokumentowej do papierów wartościowych imiennych, z samodzielnym, właściwym im sposobem przeniesienia praw, i wprowadzić odpowiednie zmiany w art. 197 kodeksu cywilnego Ukrainy, w szczególności ust. 1 pkt 2 przedstawić w następującej redakcji: „osobie, na której rachunek papierów wartościowych jest zaliczony papier wartościowy (papier wartościowy imienny)”, a pierwsze zdanie ust. 4 w sposób następujący: „Prawa, poświadczone przez imienny papier wartościowy, są przenoszone przez dokonywanie operacji depozytowych u profesjonalnych uczestników obrotu i przechodzą na nowego właściciela z momentem zaliczenia papierów wartościowych na jego rachunek”.

Skuteczność prawna przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych wymaga spełnienia dwóch przesłanek należytej legitymacji właściciela: otwarcia przez właściciela rachunku papierów wartościowych i zaliczenia papierów wartościowych na ten rachunek przez przechowawcę, a także odnotowanie właściciela w zbiorczym ewidencyjnym rejestrze właścicieli papierów wartościowych (rejestrze właścicieli papierów wartościowych imiennych).

*Ostateczna redakcja tekstu w jęz. polskim  
Agnieszka Kolbuch*

LIUDMYLA SAVANETS

LEGAL FRAMEWORK FOR THE TRANSFER OF RIGHTS  
IN DEMATERIALIZED SECURITIES IN UKRAINE  
(IN THE LIGHT OF THE NEW LAW OF UKRAINE  
“ON DEPOSITORY SYSTEM OF UKRAINE” OF JULY 6, 2012)

S u m m a r y

The article examines the concept of dematerialization and types of dematerialized securities. Under the recent legal developments in the Ukraine, the regulation on dematerialization of securities is determined by types of securities that may exist only in dematerialized form. The author examines the mechanism of transfer of rights in such securities, paying attention to the peculiarities of the legal regulation of the transfer of rights in dematerialized securities under the law of Ukraine “On depository system of Ukraine” of July 6, 2012, as well as indicates contradictions between selected articles and formulates proposals of their legislative improvement.