

**Законодательство о рынке ценных бумаг:
ценная бумага versus секьюрити**

© Туктаров Ю.Е.

26 ноября 2003 г.

Во второй половине прошлого века во всем мире прошел процесс заимствования американского законодательства о секьюритис – законодательства, специально посвященного регулированию фондового рынка. Некоторые страны воспроизводили американское законодательство полностью, другие с теми или иными изменениями, иногда достаточно существенными. В результате сложилось два типа законодательства о секьюритис, которые мы предлагаем условно называть американским и романо-германским. Особенность последнего типа состоит в том, что регулирование фондового рынка в нем главным образом происходит через регулирование отношений по поводу определенного круга ценных бумаг, что само собой сопровождается уменьшением объема самого понятия секьюрити, а в совсем крайних случаях оно и вовсе сводится к соответствующему кругу ценных бумаг. Во второй половине 90-х появилось российское законодательство о рынке ценных бумаг; оно значительно отличается от американского законодательства о секьюритис и в целом принадлежит к его романо-германскому типу.

В настоящей статье предпринимается попытка выяснить социально-экономическую сущность института ценных бумаг и секьюрити (§ 1, 2); на предмет закрепления конструкции секьюрити исследуется российское законодательство о рынке ценных бумаг, описывается наблюдаемый в нем процесс вытеснения секьюрити ценными бумагами (§ 3).

§ 1. Понятие ценная бумага*А. Возникновение понятия ценная бумага*

Понятие «ценная бумага» имеет совсем юный возраст. Выражение «ценная бумага» как таковое появилось чуть больше ста лет назад, а более или менее сформировавшаяся система представлений о явлениях, которые им

обозначаются, появилась и того позже. В частности, такое положение вещей со всей очевидностью следует из известной монографии М.М. Агаркова «Учение о ценных бумагах», которая была издана в 1927 г. Например, М.М. Агарков о действовавшем тогда *законодательстве* пишет, что термин «ценные бумаги» еще не получил определенного значения, при этом «в советском законодательстве он часто обозначает бумаги, составляющие предмет массовой эмиссии государства или хозяйственных предприятий (облигации, акции)»¹. Далее М.М. Агарков говорит, что в отличие от законодательства *юридическая теория* к тому времени термин «ценная бумага» употребляет уже как вполне сложившийся: он используется «для обозначения документов, предъявление которых необходимо для осуществления выраженных в них прав»².

Изложенное М.М. Агарковым положение вещей становится вполне объяснимым, если учесть существовавший тогда уровень разработанности вопроса о ценных бумагах в мире вообще. Понятие ценная бумага впервые появилось в **Германии**, когда Thol в своей работе, изданной в 1875 г., назвал ценной бумагой всякий документ имущественно-правового содержания³. Затем (через 7 лет) была опубликована работа Brunner'a⁴, в которой уже было предложено определение понятия ценной бумаги: *ценная бумага – это документ, по предъявлении которого должно быть произведено исполнение закрепленного в нем частного права*⁵. Это определение хотя в процессе последующей разработки и подвергалось уточнению, но не менялось по существу.

Германский взгляд на ценную бумагу впоследствии был воспринят в **Швейцарии, Италии**⁶ и **России**.

Во **Франции** те документы, которые в германском праве называют ценными бумагами, по большей части охватываются двумя терминами: valeurs

¹ Агарков М.М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах, М., 1994 г., С. 180 (в этом смысле, дополняет ученый, ст. 23 ГК РСФСР 1922 г. говорит об изъятии из оборота аннулированных ценных бумаг; в том же смысле термин «ценная бумага» употреблен в ст. 30 Положения о товарных и фондовых биржах фондовых отделах при товарных биржах).

² Агарков М.М. Указ. соч., С. 180.

³ Thol, Handelsrecht, 1875, В. I § 201.

⁴ Brunner, Die Wertpapiere, Endermann's Handbuch des deutschen Handels, - See – und Wechselrechts, В. II, 1882.

⁵ «Wertpapier ist eine Urkunde ueber ein Privatrecht, dessen Verwertung durch die Innehabung der Urkunde privatrechtlich bedingt ist».

⁶ Особенность итальянского подхода состоит лишь в том, что в итальянской доктрине, а затем и в законодательстве была закреплена та позиция, что права, которые выражаются в ценной бумаге, обладают признаком *автономности* и *литеральности*. В результате, Ректарариеге, признаваемые в германском праве ценными бумагами, в итальянском праве таковыми не признаются (Агарков М.М., Указ. соч., С. 183).

mobilieres и *effets de commerce*⁷. Первым обозначается совокупность бумаг, составляющих предмет массовых эмиссий и могущих обращаться на фондовой бирже при содействии фондовых маклеров (например, французская рента, облигации, выпускаемые юридическими лицами публичного и частного права, и акции)⁸. *Effets de commerce* предназначены, главным образом, для производства расчетов по торговым операциям (например, вексель, чек). *Valeurs mobilieres* и *effets de commerce* имеют различный рынок: в первом случае - это т.н. рынок капитала, во втором – денежный рынок.

Английское и американское право не знает понятия ценной бумаги, однако обобщенное понятие для некоторых ценных бумаг все-таки им известно. Таким понятием является *negotiable instrument*⁹ (оборотный документ), к которому относится простой и переводной вексель, а также чек. Г. Ласк пишет, что оборотный документ – это простой договор о денежном платеже, составленный так, чтобы удовлетворять определенным формальным требованиям; договоры, которые неизменно заключают деловые люди в ходе повседневного ведения их дел, излагаются сжато, и стороны имеют в виду, что торговые обыкновения помогут уяснить значение лаконично изложенных условий и восполнить пробелы¹⁰. Понятие *securities*, которое сейчас только и используется в качестве эквивалента ценной бумаги, в работе М.М. Агаркова не упоминается вовсе. Это понятие (*security*) будет рассмотрено подробнее во втором параграфе настоящей статьи.

Б. Сравнительный экономико-правовой анализ

История возникновения ценных бумаг показывает, что в каждом обществе при достижении определенного уровня развития торговли появляется особый механизм сокращения издержек, возникающих в процессе оборота имущественных прав. В данном случае для этой цели законодатель

⁷ Эти французские понятия в совокупности не покрывают германского понятия ценной бумаги, поскольку в них не включаются товаро-распорядительные документы, за исключением варранта, который может быть отнесен к *effets de commerce* (Агарков М.М. Указ. соч., С. 183).

⁸ Агарков М.М. Указ. соч., С. 183.

⁹ Профессор Леклар в своей статье по праву Квебека использует термины *negotiable instrument* и *effet de commerce* как взаимозаменяемые (See: *Leclair J. L'interaction entre le droit privé fédéral et le droit civil québécois en matière d'effets de commerce: perspective constitutionnelle*, 40 McGill L.J. 691, 1995).

¹⁰ Ласк Г. Гражданское право США (право торгового оборота), М., 1961, С. 621. Также Г. Ласк говорит о других документах, которым торговые обыкновения или закон придали некоторые черты оборотных документов, но которые не относятся к числу последних. Это ордерные погрузочные документы и ордерные складочные свидетельства (они направлены на передачу товара, а не на денежный платеж), а также свидетельства об акциях, именные облигации корпораций.

использует документ, который он наделяет особым *правовым статусом*. Экономический смысл института ценных бумаг заключается в том, что, с одной стороны, для должника облегчается процесс распознавания того, кому он должен производить исполнение. С другой стороны, для кредитора облегчается обоснование как самой принадлежности ему права, так и содержания и объема этого права¹¹. Следствием такого всестороннего упрощения взаимоотношений является уменьшение *издержек* по сбору информации и доказыванию наличия и принадлежности права¹².

Если причины возникновения феномена ценной бумаги имеют общесоциальную природу, то конкретное регулирование соответствующих отношений зависит от социально-культурного контекста, в котором это регулирование создается и функционирует. На поверхности лежат различия терминологического порядка, с этой точки зрения есть две системы – *монистическая*, когда в законодательстве используется единое понятие ценная бумага¹³, и *дуалистическая*, в рамках которой для той же цели используется два понятия¹⁴.

Более значительные различия обусловлены принадлежностью данного правопорядка к системе общего или гражданского права. В странах с гражданским правом правовая система в большей мере полагается на идею правового формализма, для нее важно исключить произвол судебной власти, даже если это и будет сопряжено с ущербом для национальной системы хозяйства. Идеологическим фундаментом общего права является концепция правового реализма, оно полагается на судебское усмотрение и максимально ориентировано на необходимость учета потребностей хозяйственной системы¹⁵. Конечно, право не может без формализма, однако правопорядки по-разному дозируют его использование.

¹¹ Агарков М.М. Указ. Соч., С. 225.

¹² Например, принцип публичной достоверности ценных бумаг позволяет отводить возражения, не основанные на самой бумаге. Для приобретателя это означает, что ему совсем не нужно нести какие-либо расходы на исследование всех обстоятельств конкретных договорных отношений, которые могут иметь долготлетнюю историю, многотомную переписку и сложную практику исполнения. Вместо этого, он должен изучить всего лишь *один* документ, при этом угроза *разночтений* текста этого документа в силу специального регулирования сведена к минимуму.

¹³ Например, Германия, Швейцария, Италия, Россия.

¹⁴ Например, negotiable instruments/securities, effets de commerce/valeurs mobilières.

¹⁵ О происхождении такого различия см. работу: *Glaeser E.L., Shliefer A. Legal Origins, Quarterly Journal of Economics*, pp. 1193-1229 (ученые полагают, что дизайн правовой системы предопределяется защитой правоприменителей от принуждения со стороны участников юридического разбирательства: чем больше риск давления на правоприменителя, тем сильнее должен быть контроль за ними со стороны государства. Одним из инструментов государственного контроля за правосудием является повышение *формализации* правовых предписаний – исключение или минимизация судебного усмотрения. В

Возвращаясь к ценным бумагам, нужно отметить, что англо-американское право, по крайней мере, в части, касающейся ценных бумаг, находится чуть ближе к **договорному праву**: отношения по поводу ценных бумаг рассматриваются через призму основных начал и принципов этого правового института. Современное договорное право нельзя себе представить без принципа *свободы договора*, который естественным образом воспроизводится в нормах о ценных бумагах. Как следствие, участники отношений по поводу ценных бумаг обладают большей свободой в определении содержания своего правового взаимодействия.

Особенность романо-германского права заключается в том, что в целом в нем идея **правового формализма** обладает большим весом, чем в англо-американском праве. В частности, применительно к ценным бумагам строго формализованы такие вопросы, как: (а) отнесение документа к ценным бумагам, (б) установление новых видов ценных бумаг, (в) определение содержания прав и обязанностей по ним. В законодательстве, например, устанавливается закрытый перечень ценных бумаг, который может дополняться только законом или в установленном им порядке¹⁶ (принцип *numerus clausus*, например, ст. 143 ГК РФ).

§ 2. Понятие секьюрити¹⁷

А. Возникновение понятия секьюрити

В 1929 г. Америка испытала глубочайший финансовый кризис, что послужило поводом для принятия законов 1933 г. и 1934 г.¹⁸, ставших

указанной статье авторы также убедительно показали, что традиции общего и гражданского права формировались в 12-13 веках, когда в Англии наблюдалось относительное спокойствие, поэтому необходимость в значительном контроле правоприменителя со стороны государства отсутствовала, между тем во Франции время было гораздо менее спокойным, что естественным образом потребовало повысить интенсивность контроля за правоприменителем).

¹⁶ Смысл этого предписания Д.В. Мурзин в целом правильно объясняет следующим образом: «количество ценных бумаг, как формальных, мертвящих, документов, ставящих форму выше содержания, должно быть сокращено» (См.: Мурзин Д.В. Ценные бумаги и тенденции развития гражданского права // Цивилистические записки. Межвузовский сборник научных трудов. – М.: «Статут», 2001, С. 264).

Представляется, что само по себе «мертвящее» свойство ценных бумаг не предполагает сокращения их количества. Количество ценных бумаг должно исходить из потребностей экономики. Дальнейшее же усложнение хозяйственной жизни, скорее всего, вызовет к жизни новые виды ценных бумаг. Между тем, гипотетически можно себе представить, что в будущем ценные бумаги могли бы исчезнуть, но для этого необходимо, чтобы технический и (или) организационный уклад человеческой цивилизации изменился в такой мере, что оборот имущественных прав приобрел бы такую эффективную форму, при которой использование ценных бумаг окажется значительно менее выгодной формой оборота прав – произойдет *вытеснение* ценных бумаг другим инструментом организации оборота прав.

¹⁷ О понятии секьюрити в американском праве см. Пенцов Д.А. Понятие “security” и правовое регулирование фондового рынка США. – Спб., 2003 г. и Майфат А.В. Ценные бумаги (сравнительный анализ понятий в правовых системах России и США) // Государство и право, 1997, № 1, С. 83-91.

впоследствии широко известными. Эти законы являются первыми правовыми актами, которые были посвящены фондовому рынку как таковому¹⁹, в то время как существовавшие до этого германские законы хотя и содержали положения о раскрытии информации, но принадлежали к области корпоративного права²⁰.

На момент принятия названных законов понятие «секьюрити» (“security”)²¹ использовалось, прежде всего, для обозначения инвестиционных ценных бумаг (акций, облигаций), однако в силу поставленных перед этими законами целей, а, в большей мере, благодаря активности американских судов, ориентированных на анализ экономического смысла правовых предписаний, под крышей термина «секьюрити» оказался гораздо более широкий круг правовых явлений.

По общему мнению, цель упомянутых законов состоит в следующем: *всем инвесторам еще до осуществления ими своих капиталовложений должен быть обеспечен доступ к информации, имеющей важное значение для*

¹⁸ По словам W. Werner’a, «федеральное законодательство о секьюритис было ответом Конгресса на национальную катастрофу. Конгрессу нужно было что-то сделать и он сделал это» (See: *Werner W. The SEC as a Market Regulator*, 70 *Virginia Law Review*, 1984, p. 755).

¹⁹ Картина идейной предыстории законов в основных ее моментах описана С. J. Meier-Schatz’ом. Он пишет, что первый вопрос, с которым столкнулись новые реформаторы после краха 1929 г., был вопрос надлежащего предмета федерального регулирования. С первых дней прихода к власти республиканцев отставался инструментарий федерального корпоративного регулирования (лицензирование и инкорпорирование). Поддержка этого регулятивного подхода имела место в первые три декады 20 века. Однако были и политики, которые высказывались в пользу федерального закона о секьюритис, т.е. федерального регулирования рынка инвестиционных ценных бумаг (“the stock market”). Оценивая две указанные альтернативы, Администрация и Конгресс, отказавшись от норм об управлении и организации корпораций, отдали предпочтение правилам о размещении и обороте секьюритис.

Второй основной вопрос касался техники регулирования рынка капитала. Спектр реформаторских предложений был широким: начиная от правила о запрете обмана до почти тотального государственного контроля этого рынка. Вопреки политической поддержке варианта со значительным государственным контролем, Конгресс все-таки принял Закон о секьюритис 1933 г. - документ, который воспринял раскрытие информации в качестве преимущественного механизма для регулирования корпоративного и финансового сектора. Конгресс тогда стремился к введению такого правового средства, которое одновременно выполняло бы две противоположные задачи: с одной стороны, предотвращало повторение событий, повлекших кризис рынка ценных бумаг, и, с другой стороны, охраняло систему свободного предпринимательства и уверенность бизнес сообщества (See: *Christian J. Meier-Schatz, Disclosure Rules In The U.S., Germany And Switzerland*, *The American Journal of Comparative Law*, 1986, vol. 34, p. 273- 274).

²⁰ В Германии и Швейцарии никогда не было настолько развитого рынка капитала, чтобы он стал основным объектом регулирования. В мировой истории раскрытие информации как способ регулирования впервые появился в 1870 г., когда в Германское торговое уложение были внесены соответствующие изменения. Однако, интересно, что эти изменения рассматривались как функциональная замена прямого государственного контроля за корпорациями в виде «концессионной» системы создания юридических лиц. По словам С. J. Meier-Schatz’a, европейские страны придерживались своей общей «культурной» традиции регулирования скорее предпринимательских институтов, нежели рыночных механизмов (See: *Christian J. Meier-Schatz, ibid.*, p. 276-277, 282).

²¹ Об изменении понятия «секьюрити» Д. А. Пенцов верно пишет, что «если первоначально понятие “security” охватывало собой исключительно долговые документы и его основная смысловая нагрузка заключалась в указании на большую «обеспеченность» долга, предоставляемую кредитору фактом нахождения у него такого документа, со временем это понятие стало использоваться для обозначения более широкого круга документов, удостоверяющих сделки, связанные с вложением денег в расчете на получение доходов в будущем, охватываемые понятием «инвестиции» (Пенцов Д. А. Указ. соч., С. 18).

принятия инвестиционного решения²². Этот доступ обеспечивается с помощью института **раскрытия информации**²³. В каждом случае, когда есть вложение активов в общее предприятие для целей извлечения прибыли, получение которой зависит от усилий третьих лиц (*SEC v. W.J. Howey*), возникает вопрос о *секьюрити*²⁴, а соответственно и о защите инвесторов путем раскрытия информации (уменьшения информационной асимметрии²⁵). Таким образом, понятие *секьюрити*, которое изначально использовалось сутобо для обозначения инвестиционных *ценных бумаг*, утратило свое первоначальное значение и покрывает сейчас эти ценные бумаги наряду с другими «инвестиционными контрактами»²⁶.

В США с помощью законов о *секьюритис* был построен работающий рынок капитала. Со временем эти законы и созданная на их основе юридическая литература²⁷ получили широкую популярность во всем мире, многие государства восприняли их в качестве фундамента для создания своего национального регулирования. В результате, законодательство о *секьюритис* приобрело глобальный характер.

Б. Сравнительный экономико-правовой анализ

Ассимиляция законодательства о *секьюритис* в новой социальной среде естественным образом была обречена на изменения²⁸. Это, конечно, касается и

²² Сформулированная здесь цель законов отражает общепринятый подход к обоснованию принудительного раскрытия информации через «модель повышения точности оценки инвестиций» (“accuracy enhancement” model). Между тем в литературе высказана альтернативная точка зрения, согласно которой принудительное раскрытие необходимо для решения т.н. проблемы промоторов (учредителей компании), которые в английском праве квалифицируются как агенты, на которых, как и на любых других агентах, в частности, лежит обязанность по предоставлению принципалу отчета – «модель сокращения агентских расходов» (“agency cost model”). Подробнее см. *Mahoney P.G. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. Chi. Rev. 1047-1112.

²³ Идеология раскрытия информации на рынке капитала обычно выражается в следующих образных выражениях: *«лучи солнца служат лучшим средством для дезинфекции; уличное освещение является лучшим помощником полицейского»*.

²⁴ В результате столь широко заявленной цели законов судебная практика в качестве *секьюрити* квалифицировала, в частности, права из соглашения о «пирамиде» продаж, права из договора о партнерстве, доли в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью, участие в кондоминиуме.

²⁵ О теории асимметрии информации см. работы Джорджа Акерлофа, Майкла Спенса и Джозефа Стиглица. Ученые в 2001 г. получили Нобелевскую премию «за их анализ рынков с асимметрией информации».

²⁶ *Marc I. Steinberg*, *Understanding Securities Law*, New York, 1996, p. 17-20.

²⁷ N. Moloney полагает, что основополагающие правовые акты «регулирующие отношения по поводу *секьюритис*, закон 1933 г. и 1934 г., создали сколько ни высокоразвитую регулятивную структуру, сколько хорошую доктрину и обширную литературу» (See: *Moloney N. EC Securities Regulation*. Oxford, 2002, p. 4). Нам представляется, что даже если известные законы и не создали «высокоразвитую регулятивную структуру», тем не менее значительное количество стран полностью или частично, но заимствовали ее как таковую, порой даже и не обращаясь к соответствующей литературе.

²⁸ Например, Япония признается единственной страной, по словам M. Yazawa, которая почти полностью приняла законы Соединенных Штатов, регулирующие отношения по поводу *секьюрити* (See:

объекта нашего исследования - понятия секьюрити. Можно привести два типичных варианта его воспроизведения в зарубежном законодательстве: (а) через национальное понятие *ценная бумага*, когда законодатель либо действительно говорит только о ценных бумагах²⁹, либо воспроизводит американский юридико-технический прием и под ценной бумагой понимает также и другие формы инвестиций³⁰; (б) через понятие, которое является родовым для соответствующей категории ценных бумаг, - *финансовые инструменты*³¹, но которое в большей мере эквивалентно американскому понятию секьюрити. Несмотря на отличные друг от друга формулировки, законодательство стран гражданского права сфокусировано именно на **ценных бумагах**, нежели на «инвестиционном контракте», как это имеет место в американском праве. Почему так происходит?

Представляется, что на то есть две главные причины.

Во-первых, в *экономике* стран романо-германской группы в защите инвесторов именно таким способом, как принудительное раскрытие информации за пределами обращения известных ценных бумаг, нет большой потребности или она вовсе отсутствует. Сфера этих инвестиций, видимо, еще не достигла масштаба и степени связанного с ними социального риска, чтобы соответствующее вмешательство государства в этой форме было необходимым и оправданным. Из этого следует, что при возникновении соответствующих

Japan securities regulation, editor, with Loss L. and Yazawa M., 1983, p. 24). Однако далее M. Yazawa признается, что все-таки некоторые заимствованные положения или не применяются так, как они применяются в Соединенных Штатах, или не используются вовсе.

²⁹ Например, германский Закон о торговле ценными бумагами (9 сентября 1998 г.) содержит следующее определение: для целей названного закона ценные бумаги - это акции, сертификаты акций, облигации, сертификаты участия, варранты и другие ценные бумаги, имеющие черты, схожие с акциями и облигациями, если они могут торговаться на рынке; к ценным бумагам также относятся паи, которые выпущены германскими инвестиционными компаниями или иностранными инвестиционными компаниями (п. 1 ст. 2). Вне понятия ценные бумаги Закон оставляет инструменты денежного рынка (п. 1а ст. 2) и деривативы (п. 2 ст. 2).

³⁰ Например, в Швейцарии 24 марта 1995 г. был принят Федеральный закон о фондовых биржах и торговле ценными бумагами, который предусматривает, что под «ценной бумагой» должны пониматься стандартизированные сертификаты, пригодные для массового обращения, права, которые хотя и не выражены в сертификатах, но обладают схожими с ними функциями, учитываются в книгах обязательного лица, а также деривативы (ст. 2 а).

Закон Голландии о контроле за торговлей ценными бумагами (1995 г.) под «ценными бумагами» понимает: 1. сертификаты акций, долговые сертификаты, сертификаты об участии в прибыли и сертификаты учредителей, опционные сертификаты, варранты и схожие документы, обладающие ценностью; 2. право общей собственности, опционы, фьючерсы, доли в акциях и регистрируемые долги, и схожие права, условные или безусловные; 3. сертификаты, представляющие указанные выше ценные бумаги; или 4. записи, представляющие указанные выше ценные бумаги (art. 1 sec. a).

³¹ В Италии Указ № 58 от 24 февраля 1998 г. в ст. 1 (2) говорит о финансовых инструментах, в составе которых, в частности, названы акции и другие обращаемые ценные бумаги, которые предоставляют право на капитал; облигации и другие обращаемые долговые ценные бумаги; паи инвестиционного фонда; ценные бумаги, которые обычно обращаются на денежном рынке; другие ценные бумаги, предоставляющие право на приобретение вышеуказанных ценных бумаг; фьючерсы; свопы; форвардные контракты и другие финансовые инструменты.

жизненных обстоятельств доктрина «инвестиционного контракта» в любой момент в этих странах может стать крайне востребованной.

Во-вторых, правовая *традиция*³² в странах романо-германской группы в области ценных бумаг предопределяет характер регулирования отношений на рынке капитала. Романо-германский законодатель склонен *канализировать* эти отношения через определенные виды ценных бумаг³³. Обеспечивается это, в частности, запретом на использование других ценных бумаг, иных инструментов (документов, прав)³⁴. Законодатель в этих странах часто готов пойти достаточно далеко навстречу потребностям рынка, но только в рамках уже существующих форм.

Несмотря на различия технического порядка, как законодательство о секьюритис, так и законодательство о рынке ценных бумаг³⁵ стоит на одной и той же идейной почве защиты инвесторов путем принудительного раскрытия информации, предоставляемой на случаи, когда (а) в отношениях с инвестиционным риском (б) присутствует тяжело или вовсе непреодолимый фактор асимметрии информации. При наличии идеологической общности они имеют разную внешность, в том числе это касается **границ**, которые законодатель устанавливает для того круга отношений, на который распространяется действие этого рода законодательства.

В американском праве для описываемых отношений используются прямые и непосредственные признаки, тогда как в странах гражданского права используются признаки, которые существенно отдалены от своего предмета. Так, в американском праве описание секьюрити осуществляется с использованием: теста *Howey*, некоторого перечня ценных бумаг и других

³² См. о правовом формализме в § 1Б настоящей статьи.

³³ Прежде всего, это касается акций, облигаций, опционов на их приобретение, инвестиционных паев и сертификатов участия. Совокупность этих видов ценных бумаг является тем набором «туннелей» для выхода на рынок капитала, который можно признать общепринятым и минимальным.

³⁴ Например, согласно п. 1 ст. 5 Закона о защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг, запрещается публичное размещение, реклама и предложение в любой иной форме неограниченному кругу лиц ценных бумаг, публичное размещение которых запрещено или не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами РФ, а также документов, удостоверяющих денежные и иные обязательства, но при этом не являющихся ценными бумагами в соответствии с законодательством РФ. Недостаток такой редакции в том, что объектом публичного размещения может быть и не документ, как это имеет место в случае с бездокументарными ценными бумагами. Этот же порок воспроизводится в ст. 15.24. КоАП РФ, которая устанавливает административную ответственность за публичное размещение, рекламу под видом ценных бумаг лишь документов, которые удостоверяют денежные и иные обязательства. Само собой разумеется, что применять эти нормы нужно и к случаям, когда неограниченному кругу лиц предлагаются денежные и иные обязательства сами по себе, без репрезентации их с помощью документа.

³⁵ Законодатель в странах романо-германской группы для того, чтобы разделить области регулирования на общегражданскую и фондовую называет законы: для первой – «о ценных бумагах», а для второй – «о рынке (торговле) ценных бумаг» (например, Германия, Швейцария, Россия).

финансовых инструментов, в отношении которых устанавливается преодолимая презумпция о принадлежности их к секьюритис, оговорки об экономической сущности сделки, оговорки о продаже целого бизнеса и других оговорок и тестов.

Романо-германская модель в основном полагается на установление границ регулируемых отношений путем простого *перечисления* ценных бумаг, а общие признаки романо-германской «секьюрити» скорее предназначены для чрезвычайного применения, нежели для повседневной практики. Указанные признаки, по сравнению с американским правом, обладают гораздо большей степенью абстракции. Например, в Швейцарии они сводятся к указанию на то, что соответствующие инструменты должны быть *стандартизированными* и способными к *публичной торговле*³⁶.

Применение американского законодательства в случаях, когда требуется определить, является ли тот или иной инструмент (документ, право) секьюрити, предполагает значительное **судейское усмотрение**. В то же время, применение романо-германского законодательства, посвященного тем же отношениям, по большей части не рассчитано на активное судебское участие и тем самым ему придается максимальная определенность и предсказуемость.

Однако, относительная неопределенность американского права, с лихвой компенсируется «аккуратностью» закрепляемого им публичного вмешательства в частные дела, поскольку стремится к установлению обязанности по раскрытию информации только для тех ситуаций, когда инвесторы действительно нуждаются в этом. Напротив, законодательство стран гражданского права, хотя и обладает своим правоприменительным преимуществом, но устанавливает такие неизбирательные нормативные сети, в которые попадают случаи, вовсе не нуждающиеся в какой-либо защите инвесторов именно таким способом, как раскрытие информации.

³⁶ Полагаем, что можно выделить три уровня определения предмета законодательства о секьюритис. На первом, смысловом, указываются сущностные признаки соответствующих отношений - связь с инвестиционным риском и наличие трудностей с преодолением информационной асимметрии (на этом уровне рассуждает американская судебная практика). На втором, непосредственно-описательном, который культивируется в американском законодательстве, используются косвенные признаки (например, формула «получение прибыли зависит от усилий третьих лиц» указывает на инвестиционный характер секьюрити), которые взятые в совокупности создают картину непосредственного описания предмета. Третий уровень, опосредовано-описательный, характерен для романо-германских правопорядков, отношения здесь вычерчиваются с помощью указания на объект этих отношений - инструментов, по поводу которых соответствующие отношения складываются.

Анализ существующего в зарубежных странах регулирования³⁷ показывает, что заложенные в его основу подходы³⁸ определяют **структуру** регулирования рынка капитала. Американское законодательство содержит *дозволительное* регулирование отношений по привлечению инвестиций на рынке капитала, что восполняется жестким и развитым механизмом защиты инвесторов. При этом романо-германское законодательство для тех же целей предусматривает *разрешительный* режим регулирования, тогда как средства правовой защиты на случай нарушения прав инвесторов выполняют скорее номинальную функцию и в реальной действительности имеют чрезвычайно малый практический смысл. Иными словами, первый подход выражается в концентрации усилий на охранительной, а второй на регулятивной составляющей.

Итак, несмотря на имеющиеся между законодательством о секьюритис и о рынке ценных бумаг - американской и романо-германской моделью - отличия по *способу* определения их предмета и используемых ими *форм* воздействия на соответствующие отношения, оба эти подхода имеют единый смысловой стержень, который заключается в защите инвесторов путем раскрытия информации.

§ 3. Российское законодательство о рынке ценных бумаг

А. Смысловое раздвоение понятия ценная бумага

Прежде чем приступить к анализу российского законодательства о рынке ценных бумаг, подведем итоги первых двух параграфов. Сравнительный анализ показал, что ценная бумага и секьюрити являются разнопорядковыми феноменами. Поводом для их соотношения, во-первых, служит тот факт, что понятие секьюрити исторически произошло из инвестиционных ценных бумаг. Во-вторых, инвестиционные ценные бумаги часто или всегда признаются³⁹ в

³⁷ Здесь и далее имеется в виду государственное регулирование. По мнению С.Р. Taylor, есть три модели регулирования рынка ценных бумаг: (i) государством, (ii) саморегулируемой организацией или (iii) эмитентами самостоятельно, когда раскрытие основано на собственной инициативе эмитентов. С.Р. Taylor не соглашается с тем, что четвертой моделью контроля за поведением эмитента может быть признан т.н. «активизм акционеров», аргументируя это тем, что технически акционеры в таком случае осуществляют мониторинг информации, их деятельность не направлена на обеспечение *раскрытия* информации. Российская и американская модели являются смешанными – в качестве регулятора здесь выступает государство и саморегулируемые организации (See: Taylor C. R. Capital Market Development in the Emerging Markets: Time to Teach an Old Dog Some New Tricks, 45 Am. J. Comp. L., p. 71, 1997).

³⁸ Американский («инвестиционный контракт») или романо-германский (ценнобумажный).

³⁹ В странах с романо-германской моделью инвестиционные ценные бумаги *априорно* рассматриваются в качестве секьюрити, тогда как в американском праве те же бумаги квалифицируются как секьюрити только в случаях, когда они *фактически* используются для привлечения инвестиций

качестве секьюрити, хотя последние и не исчерпываются инвестиционными ценными бумагами. Различная природа ценной бумаги и секьюрити, в частности, проявляется в таких аспектах, как их *цель*, *средство* ее достижения и *объект* (элемент гражданского оборота), с регулированием которого они связаны.

Институт ценных бумаг нацелен на уменьшение информационных и судебных *издержек*, возникающих в связи с приобретением и осуществлением имущественных прав. Совсем иное дело секьюрити. Наличие признаков секьюрити служит основанием для предоставления инвесторам специальной *защиты* на случай, когда в отношениях с повышенными инвестиционными рисками устранение (или уменьшение) асимметрии информации представляется для участников гражданского оборота мероприятием чрезвычайно трудным или вовсе неосуществимым.

Ценные бумаги выполняют свое социально-экономическое предназначение с помощью *юридического формализма*, который в случае с ценными бумагами выражается в придании определенному документу специального правового статуса. Защита инвесторов достигается с помощью института *раскрытия информации* – средства для выравнивания объема информации, которой обладает, с одной стороны, эмитент, а, с другой, инвесторы. В качестве секьюрити признается то, что связано с потребностью принудительного раскрытия информации.

Элементами гражданского оборота можно считать его субъектов, объект, объективную и субъективную сторону. В таком случае институт ценных бумаг воздействует на *объективную сторону* оборота (осуществление и передача имущественных прав), в то время как секьюрити воздействует на его *субъективную сторону* (информированность участников гражданского оборота при осуществлении ими инвестиций).

Специфика словоупотребления законодательства стран германской группы состоит в том, что один и тот же термин «ценная бумага» (Wertpapiere) используется в нем для обозначения как ценной бумаги, так и секьюрити. Поэтому, когда речь идет именно об этом законодательстве, необходимо

(например, по американскому праву продажа 100 процентов акций не будет квалифицирована в качестве сделки по поводу секьюрити, поскольку приобретатель по такой сделке не «вкладывает имущество для целей получения прибыли за счет деятельности другого лица», а самостоятельно будет вести бизнес - в таких отношениях инвестиционный риск отсутствует).

различать ценную бумагу в общегражданском смысле и ценную бумагу для целей регулирования фондового рынка. Как показывает анализ зарубежного законодательства на такое **смысловое раздвоение** законодатель идет совершенно сознательно, о чем, в частности, свидетельствует тот факт, что он часто закрепляет сразу два соответствующих определения ценной бумаги⁴⁰.

Показательно в этой связи швейцарское право. Согласно § 995 Швейцарского обязательственного закона, «ценной бумагой» признается «всякий документ, с которым какое-либо право связано так, что оно без этого документа не может быть ни осуществлено, ни передано другому лицу». В то же самое время Федеральный закон о фондовых биржах и торговле ценными бумагами (ст. 2а) предусматривает, что «ценными бумагами» признаются «стандартизированные сертификаты, пригодные для массового обращения, права, которые хотя и не выражены в сертификатах, но обладают схожими с ними функциями, учитываются в книгах обязанного лица, а также деривативы». Как видно, в первом случае закрепляется первоначальный смысл понятия «ценная бумага», что соответствует его общегражданскому значению, во втором имеется в виду ценная бумага для целей фондового регулирования.

Помимо швейцарского права указанное смысловое раздвоение «ценных бумаг» присутствует также и в российском праве. Гражданский кодекс, само собой разумеется, закрепляет общегражданскую концепцию и предусматривает, что «ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов

⁴⁰ По всей видимости, есть слова/выражения, которые по тем или иным причинам имеют чрезвычайную популярность и люди склонны использовать их чаще других, порой даже в ущерб точному смыслу, который нужно как-то обозначить (например, в этом смысле особой любовью пользуется слово «собственность»). К тому же числу относится выражение «ценная бумага»: оно дважды используется с отступлением от первоначального смысла ценных бумаг: 1) ценные бумаги в смысле секьюрити - инструменты, используемые в инвестиционных отношениях, сопряженных с наличием проблемы преодоления асимметрии информации; 2) бездокументарные ценные бумаги - права, к которым применяются положения о некоторых ценных бумагах. Документарную природу утратили только те ценные бумаги, которые кроме указания в их тексте имени держателя предполагали *внесение в книгу*, которую ведет обязанное лицо. Эта категория ценных бумаг, для которых документ не имел *конститутивного* значения, уже изначально имела весьма слабую материальную составляющую. По этой причине дематериализация не характеризует изменение представлений о ценных бумагах как таковых, оно имеет частный характер и касается только именных инвестиционных ценных бумаг. Вместе с тем, при наличии общих свойств (например, ведение книги) к соответствующим правам *mutatis mutandis* распространили регулирование оборота указанных ценных бумаг. Примером более точной терминологии является Закон Лихтенштейна о проспекте (1997 г.), который для обозначения тех прав, которые у нас называют «бездокументарными ценными бумагами» (art. 2 (2)), используется термин «ценные права» (“value rights”).

имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении» (п. 1 ст. 142 ГК РФ)⁴¹.

Конструкция секьюрити получила у нас закрепление в Законе о РЦБ, а функциональным ее эквивалентом является термин «эмиссионная ценная бумага». Согласно ч. 1 ст. 2 Закона о РЦБ, под «эмиссионной ценной бумагой» понимается (1) любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: (2) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Законом формы и порядка; (3) размещается выпусками; (4) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Б. Секьюрити в Законе о РЦБ⁴²

Какие атрибуты конструкции секьюрити закреплены в Законе о РЦБ? Прежде всего, необходимо обратить внимание на легальные признаки эмиссионной ценной бумаги. Полагаем, что из четырех признаков, названных в Законе о РЦБ, только последние два являются элементами конструкции секьюрити. К такому выводу нас приводят следующие рассуждения.

Во-первых, «размещение выпусками». Оба слова, которые законодатель использует в этом выражении, указывают на то, что эмиссионные ценные бумаги рассчитаны на случай приобретения их некоторым *множеством* лиц. В российском законодательстве «размещение» противопоставляется термину «выдача»⁴³ ценной бумаги, которая возможна только в рамках индивидуальных отношений⁴⁴. Слово «выпуск» также предполагает т.н. «массовый» характер инструмента, когда объединенная единой жизнью

⁴¹ Также к общегражданской концепции, в частности, относятся обязательные реквизиты, требования к форме ценных бумаг, необходимость предъявления документа (ст. 142 ГК РФ), помимо этого, к ним принадлежит закрытый перечень ценных бумаг (ст. 143 ГК РФ), требование к определению видов прав, которые удостоверяются ценными бумагами (ст. 144 ГК РФ).

⁴² Интересно, что Закон о РЦБ никогда не оценивался с точки зрения воспроизведения в нем секьюрити, его всегда анализировали прежде всего с позиции учения о ценных бумагах.

⁴³ Например, законодатель говорит о выдаче векселя (ст. 815 ГК РФ), сберегательной книжки на предъявителя (ст. 843 ГК РФ), сберегательного (депозитного) сертификата (ст. 844 ГК РФ), чека (ст. 877 ГК РФ), складского свидетельства (ст. 913 ГК РФ), залогового свидетельства (ст. 914 ГК РФ).

⁴⁴ В этом смысле совершенно искусственно выглядит терминологический аппарат Закона об инвестиционных фондах и Закона об ипотечных ценных бумагах, которые для массовых по своей природе ценных бумаг (инвестиционный пай и ипотечный сертификат участия) используют термин «выдача», ломая тем самым строгую терминологию нашего ценнобумажного законодательства.

совокупность (масса) инструментов используется для формирования единого капитала за счет средств от значительного круга лиц⁴⁵.

Во-вторых, «равный объем и срок осуществления прав внутри одного выпуска». Равенство внутри одного выпуска направлено на достижение сразу двух целей: (1) создание эффекта делимости капитала, при котором также обеспечивается массовый характер инструмента; а также (2) снижение информационных издержек фондового рынка посредством стандартизации этих инструментов⁴⁶. Стандартизация является важнейшим фактором снижения информационных издержек и по большому счету служит одним из основных условий существования института фондового рынка. Последний утратил бы свойственную ему высокую степень *ликвидности*, если сначала при создании единичного инструмента требовалось бы каждый раз оговаривать с инвестором индивидуальные условия инструмента⁴⁷, а потом при торговле таким уникальным объектом его участникам пришлось бы нести высокие временные и материальные затраты на выяснение условий каждого такого объекта.

Почему именно эти два признака воспроизводят сущность секьюрити?

Дело в том, что они оба сигнализируют о том, что инструмент предназначен и приспособлен для размещения его путем обращения к неопределенному кругу лиц, или хотя и определенному, но значительному кругу лиц. Публичный же характер такого обращения для инвесторов имеет своим результатом весьма негативные последствия. В индивидуальных отношениях при наличии взаимной заинтересованности сторон каждый может путем уступок или угрозы незаключения договора побудить противоположную сторону раскрыть нужной ему информации. Напротив, в силу публичного характера размещения инвесторы остаются без средств воздействия на

⁴⁵ Утверждение, что эмиссионные ценные бумаги имеют массовый характер, является презумпцией, равно как и то, что остальные ценные бумаги имеют индивидуальную природу. Презумпция эта основана на типичном характере известного круга ситуаций. В то же время в порядке исключения эмиссионная ценная бумага может использоваться для индивидуальных отношений, в то время как индивидуальные - для массового размещения, как это происходит, например, с т.н. «эмиссионными векселями».

⁴⁶ Г.М. Колоножников, в частности, пишет, что округленность и одинаковый размер цены облигаций благоприятны для размещения их в том отношении, что они совершенно обезличивают бумаги, так что каждая из них представляет ту же самую ценность, как всякая другая; бумаги становятся легко заменимыми, способными к быстрому обращению, что при обычной многочисленности бумаг, имеет для торговли ими немаловажное значение (*Колоножников Г.М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ. Часть 1. Условия выпуска облигаций. Томск, 1912, с. 5*).

⁴⁷ Например, в магазинах часто выстраиваются очереди, когда продукты продают на развес. Напротив, когда продукты расфасованы в стандартные упаковки, покупатели расходуют свое время только на выбор продукта нужного им качества.

эмитента, ведь и эмитент, и инвесторы знают, что всегда есть вероятность того, что сделка будет совершена если не с одним, так с другим. В такой ситуации, когда инвесторы утрачивают переговорный инструментальный воздействия на своего контрагента, и возникает проблема с *преодолением* асимметрии информации. Для разрешения именно этой задачи современные правопорядки прибегают к вмешательству государства в частные дела путем установления требования о *принудительном* раскрытии информации, границы которого описываются, в том числе и с помощью понятия секьюрити.

Названные выше два признака (размещение выпусками с равными условиями) являются атрибутами секьюрити⁴⁸, поскольку они свидетельствуют о присутствии в отношениях с инвестиционным риском проблемы преодоления асимметрии информации. Остальные два признака из легального определения эмиссионной ценной бумаги принадлежат исключительно к гражданско-правовому феномену ценных бумаг - для секьюрити никакого значения не имеет, признается ли инструмент ценной бумагой, или нет. Равно не имеет значения, в какой форме и порядке осуществляется удостоверение и осуществление прав, с помощью размещения которых на фондовом рынке формируется капитал. Идея секьюрити не предполагает, что указанным двум аспектам из мира ценных бумаг будет оказано какое-либо внимание, ведь для секьюрити они абсолютно безразличны, поскольку опасность, от которой этот институт призван уберечь может возникнуть при обращении к инвесторам с чем угодно, а название и форма в таком случае сами по себе никак не могут служить сигналом о наличии проблемы преодоления асимметрии информации. Об этом свидетельствует даже российская практика, когда для инвестирования предлагаются совсем не инструменты, передача и

⁴⁸ Очевидно поэтому векселя, обладающие названными двумя признаками, на практике получили название «эмиссионных векселей». Следует согласиться с Ю.И. Кормош, который пишет: «под ярлыком «простой (банковский) вексель» преподносится способ обхода норм о выпуске облигаций, банковских сертификатов» (См.: Операции банков с векселями (глава 13, § 3) // Банковское право Российской Федерации. Особенная часть. В 2-х т.: Учебник/Отв. Ред. Г.А. Тосунян, - М., 2002, С. 276). Между тем, сам обход законодательства должен служить поводом для специального его анализа. По-видимому, его положения возлагают чрезмерное бремя на участников рынка, которое выступает причиной выпуска «эмиссионных» векселей», даже несмотря на риск признания их недействительными в силу ст. 168 ГК РФ как противоречащих п. 1 ст. 5 Закона о защите инвесторов. Российскими юристами признается, что эта проблема само собой разрешится после принятия закона о коммерческих ценных бумагах, который не предусматривает налогообложения выпуска этих ценных бумаг и содержит необременительный режим регистрации их выпуска.

осуществление которых производится в форме и порядке, предусмотренном Законом о РЦБ⁴⁹, или могут предлагаться совсем не ценные бумаги⁵⁰.

Принцип безразличия к форме получает особую актуальность только при регулировании фондового рынка по романо-германскому типу и является по сути третьим атрибутом секьюрити. И этот атрибут также закреплен в нашем законодательстве. Часть 6 ст. 16 Закона о РЦБ предусматривает, что «любые имущественные и неимущественные права, закрепляемые в документарной или бездокументарной форме, независимо от их наименования, являются эмиссионными ценными бумагами, если условия их возникновения и обращения соответствуют совокупности признаков эмиссионной ценной бумаги, указанной в статье 2 настоящего Федерального закона». Статья 16 (ч. 6) Закона о РЦБ говорит о «совокупности признаков эмиссионной ценной бумаги» и по буквальному смыслу имеет в виду все эти признаки. Однако, такое толкование лишило бы эту норму всякого смысла, поскольку свело бы ее действие к самому определению эмиссионной ценной бумаги. Следует обратить внимание на специальное указание этой нормы на то, что она касается именно «любых имущественных и неимущественных прав», она в этой части как бы противопоставляется законодателем самому легальному определению эмиссионной ценной бумаги. Поэтому положение ст. 16 (ч. 6) Закона о РЦБ нужно понимать, как предусматривающее, что именно любой инструмент (право, документ), который размещается выпусками с равными условиями, является эмиссионной ценной бумагой.

Таким образом, на основании систематического толкования ст. 2 и ст. 16 (ч. 6) Закона о РЦБ можно сделать следующий вывод:

*под «эмиссионными ценными бумагами» понимаются
любые права и документы, которые размещаются
выпусками, условия внутри которого одинаковы.*

Сделанные здесь выводы относительно того, что представляет собой российское понятие секьюрити, вполне имеют право на существование и сейчас, ведь ст. 16 (ч. 6) Закона о РЦБ продолжает действовать. Но необходимо

⁴⁹ Например, т.н. «эмиссионные векселя», используемые для привлечения инвестиций на рынке капитала, осуществляются и передаются в совершенно другом порядке, нежели тот, который предусмотрен Законом о РЦБ.

⁵⁰ Представляется вполне вероятным, что при создании соответствующих условий потребность в обращении на рынке капитала могла возникнуть и для сертификата долевого участия, сертификата вкладчика товарищества на вере, которые сейчас не признаются законодателем в качестве ценной бумаги.

признаться, что безупречными они были только в первое время после принятия Закона о РЦБ - 22 апреля 1996 г. Как будет показано ниже с изменением законодательства о рынке ценных бумаг, понимание эмиссионной ценной бумаги значительно сместилась от секьюрити в сторону ценных бумаг, а затем и к еще более узкому кругу ценных бумаг (акция, облигация, опцион).

В. Вытеснение секьюрити ценными бумагами

Выше в общих чертах описано понятие секьюрити как оно понимается в современном американском праве (§ 2А), отмечены общие закономерности его заимствования другими правовыми порядками мира (§ 2Б), сделан анализ Закона о РЦБ на предмет закрепления в нем идеи секьюрити (§ 3Б). На базе этого анализа предложено определение эмиссионной ценной бумаги, которое воспроизводит идею секьюрити, а правовым основанием для него служит ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ.

Под «вытеснением», которое выведено в заглавие настоящего раздела, понимается процесс уменьшения возможности применения института секьюрити в российском правовой действительности. По высказанным в предыдущем разделе соображениям эта возможность обратно пропорциональна увеличению ценнобумажного характера нашего законодательства, регулирующего фондовый рынок. Здесь мы рассмотрим изменения, которые имели место в законодательстве о рынке ценных бумаг и которые существенным образом отразились на возможности применения российского института секьюрити. Однако прежде чем приступить к рассмотрению этих изменений, остановимся на правовой ситуации, которая имела место после принятия Закона о РЦБ и существовала до введения соответствующих изменений.

На момент создания Закона о РЦБ испытывалась актуальная потребность в новом регулировании оборота акций и облигаций, это послужило поводом для разработки и включения соответствующих норм, по своей природе гражданско-правовых, именно в Закон о РЦБ. В результате сложилось так, что удельный вес ценнобумажных положений в Законе о РЦБ получился достаточно высоким. Между тем, в международной практике

законодательство о секьюритис почти⁵¹ не содержит гражданско-правовых норм⁵², в нем решаются вопросы, относящиеся по большей части к области публичного права.

Конечно, само по себе значительное присутствие гражданско-правовых положений в Законе о РЦБ совсем не помеха для закрепления и эффективного функционирования института секьюрити. В действительности проблема состоит в том, что фиксация этого института не была проведена четко и ясно. В первую очередь это обусловлено наличием крайне неудачной редакции ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ, а также закреплением в ст. 2 Закона о РЦБ определения эмиссионной ценной бумаги, которое по составу входящих в него признаков является ценнобумажным. Выше отмечалось, что это определение содержит два ценнобумажных признака – эмиссионная ценная бумага признается ценной бумагой, к тому же такой, которая закрепляет совокупность прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением формы и порядка, установленных Законом о РЦБ. Однако, «отсечение» этих двух признаков для целей работы института секьюрити уже тогда могло вызвать серьезные возражения:

- определение эмиссионной ценной бумаги, предусмотренное ст. 2 Закона о РЦБ, имеет *общий* характер, поскольку находится в главе, посвященной описанию отношений, регулируемых этим Законом, тогда как ч. 6 ст. 16 того же Закона помещена в его *специальном* разделе, который касается эмиссионных ценных бумаг;

- в глазах правоприменителя *легальное* определение, закрепленное в ст. 2 Закона о РЦБ законодателем *expres verbis*, всегда будет обладать гораздо большей силой по сравнению с определением эмиссионной ценной бумаги,

⁵¹ Например, неотъемлемой частью такого законодательства всегда являются специальные положения о взыскании убытков, возникших в результате обмана на фондовом рынке.

⁵² Д.И. Степанов пишет, что правовая система Германии в области эмиссионных ценных бумаг представляет скромное зрелище, поскольку германский Закон об обороте ценных бумаг посвящен лишь некоторым частным вопросам функционирования рынка эмиссионных ценных бумаг; при этом он преимущественно наполнен нормами административного и даже уголовного права и почти не затрагивает частноправовые вопросы размещения и обращения эмиссионных ценных бумаг (См.: Степанов Д.И. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг // Хозяйство и право, 2002, № 3, с. 79). Такая оценка в целом является верной: действительно в названном законе содержится минимальное количество частноправовых норм. Однако, с точки зрения законодательства о секьюритис германский закон является совершенно типичным. Интересно также другое, что высказанное мнение является абсолютно показательным для бытующего в российском обществе понимания законодательства о рынке ценных бумаг *именно* в качестве части ценнобумажного законодательства.

которое хотя и основано на действующей ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ, но *выведено* путем систематического толкования этого Закона;

- ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ говорит, что эмиссионными ценными бумагами являются «любые имущественные и неимущественные права», если они «соответствуют совокупности признаков эмиссионной ценной бумаги». Буквальное и логическое толкование ч. 6 ст. 16, взятое в отрыве от других положений Закона о РЦБ, указывает на то, что в состав «совокупности признаков», на которую ссылается в ч. 6 ст. 16, входят все четыре признака эмиссионной ценной бумаги, в том числе и ценнобумажные два.

Как видно, возможность применения института секьюрити была существенным образом ослаблена уже тогда, причем негативным фактором служил ценнобумажный характер Закона о РЦБ в целом и такой же характер легального определения эмиссионной ценной бумаги в частности, к тому же нужно добавить и неточность формулировки ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ. Институт секьюрити прописан в Законе как бы между строк, поэтому даже тогда, чтобы сделать институт секьюрити *видимым* в отношении положений Закона о РЦБ требовалось применение таких приемов как систематическое, историческое и контекстное толкование.

Однако, гораздо более значительные сложности с применением института секьюрити возникли после 5 марта 1999 г., когда был принят Закон о защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг. В п. 1 ст. 5 этого Закона предусматривается, что на рынке ценных бумаг запрещается публичное размещение, реклама и предложение в любой иной форме неограниченному кругу лиц:

- ценных бумаг, публичное размещение которых не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, а также

- документов, удостоверяющих денежные и иные обязательства, но при этом не являющихся ценными бумагами в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Приведенное положение п. 1 ст. 5 Закона о защите означает, что к публичному размещению разрешены только *ценные бумаги*, причем только те из них, для которых такая возможность прямо предусмотрена законом или

иным нормативным актом⁵³. Очевидно, что п. 1 ст. 5 Закона о защите не согласуется с ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ: они по-разному решают вопрос относительно круга **инструментов** фондового рынка, **порядка** нормативно-правового допуска инструментов к публичному размещению.

Пункт 1 ст. 5 Закона о защите закрепляет предельно простую позицию относительно круга инструментов фондового рынка. Его смысл сводится к запрету публичного размещения, прежде всего, вообще любых документов (1), которые не являются ценными бумагами. Статус ценной бумаги служит предусловием для признания документа в качестве инструмента фондового рынка; согласно этой норме иных документов на фондовом рынке быть не может. В список недопустимых к публичному размещению также входят и те ценные бумаги (2), в отношении которых такая возможность законодательством прямо не предусмотрена. Таким общим запретом сложности с преодолением асимметрии информации на фондовом рынке снимаются глобальным образом: *нет инструмента, нет проблемы*. Согласно той идеи, которая вытекает из п. 1 ст. 5 Закона о защите, на фондовом рынке инвестирование может происходить только с помощью ограниченного круга инструментов, которые прямо названы в законе⁵⁴.

Совершенно на другой идейной почве стоит ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ. Она исходит из того, что инвестирование на фондовом рынке может происходить с помощью *любого* инструмента, будь-то право как таковое или документ, который это право представляет, будь-то просто документ или документ со специальным правовым статусом - ценная бумага, или любая ценная бумага, или только та ценная бумага, в отношении которой законодатель специально высказался с разрешением ее публичного размещения. Эта норма

⁵³ Норма п. 1 ст. 5 Закона о защите имеет два пробела: во-первых, *непубличное размещение*, которое, кстати, при участии в нем значительного круга лиц в части преодоления асимметрии информации может иметь все недостатки публичного размещения, и, во-вторых, публичное размещение *прав*, что собственно вовсе может означать полное обесценивание запрета этой нормы, поскольку очень часто можно привлечь капитал, обращаясь с предложением о приобретении именно права (например, право вкладчика по договору простого товарищества, право бенефициария по договору доверительного управления). К тому же можно добавить возможность публичного привлечения капитала с использованием другого терминологического ряда, когда обращаются с предложением о *заключении договора* (подобно тому, как происходит с договором об участии в долевом строительстве). В таком случае договор как документ не воспринимается в качестве предмета размещения, хотя таковым, очевидно, является.

⁵⁴ В настоящее время формально для этого могут использоваться облигации, акции, опцион эмитента, инвестиционный пай и ипотечный сертификат участия. Фактически же используется *облигация* и *вексель*, а также *инвестиционный пай*. В условиях российской экономики концентрированного капитала акция для инвестиционных процесса практически не используется; размещение акций скорее служит сигналом о происходящем в акционерном обществе перераспределении или захвате корпоративного контроля.

предполагает свободу видов инструментов фондового рынка (свободу форм привлечения капитала); рынок сам «изобретает», создает эти инструменты, однако размещение таких инструментов может происходить только при соблюдении предусмотренных в законодательстве условий.

Перейдем к вопросу о порядке допуска к публичному размещению.

В позитивном смысле п. 1 ст. 5 Закона о защите предлагает следующий порядок. Для того, чтобы тот или иной документ мог быть использован для публичного привлечения капитала на фондовом рынке, он сначала в соответствии с законодательством должен быть признан ценной бумагой, а затем уже в этом качестве признается его возможность к публичному размещению. Например, для того, чтобы *сертификат долевого участия* мог использоваться для привлечения средств на фондовом рынке законом или в установленном им порядке (п. 2 ст. 143 ГК РФ) он должен быть признан ценной бумагой, при этом необходимо, чтобы в том же или в последующем нормативном акте сертификат уже как ценная бумага также был признан способным к публичному размещению.

Однако для создания реальной возможности выхода на фондовый рынок с новым видом инструмента необходимо сделать еще один шаг – принять правила о раскрытии информации, которые будут приспособлены именно для этого инструмента, ведь без таких правил выпуск не может быть зарегистрирован. По этой причине нельзя недооценивать возможность с помощью правил о раскрытии информации отсеивать права/документы, которые могут быть использованы в качестве инструментов фондового рынка. Таким образом, п. 1 ст. 5 Закона о защите имеет своим последствием установление двухступенчатой системы допуска к фондовому рынку: *признание* в качестве инструмента (ценной бумаги с возможностью ее публичного размещения) + *принятие* правил о раскрытии информации (дополнение стандартов эмиссии).

Часть 6 ст. 16 Закона о РЦБ сама по себе не предусматривает специального регулирования допуска к фондовому рынку. Однако, как указывалось выше, такую функцию способны выполнять правила о раскрытии информации, которые в случае с ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ являются ключевым инструментом допуска к фондовому рынку и фактически от них зависит

модель такого допуска. Представляется, что в зависимости от конкретного социального контекста ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ может быть основанием сразу для трех таких моделей:

- *автоматическая*. В этой модели правила о раскрытии информации приспособлены к любому инструменту, поэтому для выхода на фондовый рынок алгоритм действий предельно прост: создание инструмента + раскрытие информации + размещение на рынке. Такая «всеядность» правил о раскрытии информации возможна только, если они содержат оценочные категории и предполагают, что эмитент под свою ответственность примет решение о том, какая именно информация будет раскрыта на рынке. Устанавливается лишь требование о том, что информация должна быть существенной, т.е. от наличия этой информации зависит, будет принято решение об инвестировании, или нет.

- *полуавтоматическая*. Здесь типизированные⁵⁵ инструменты, которых большинство, получают доступ к фондовому рынку автоматически, однако при создании атипичного инструмента возникает необходимость адаптации к нему правил о раскрытии информации. Такая модель связана с меньшим усмотрением эмитентов, большей формализацией правил о раскрытии информации. Эффективность ее зависит от того, насколько удачно Регулятор отслеживает потребности фондового рынка, установлена ли с рынком обратная связь, какова роль саморегулируемых организаций в системе регулирования рынка в целом⁵⁶.

- *механическая*. В этой модели возникновение нового инструмента всегда связано с необходимостью создания индивидуальных правил о раскрытии информации. Правила в таком случае строго формализованы, вся раскрываемая информация прямо описана в законодательстве, никакого усмотрения эмитентов здесь нет⁵⁷. Фактически эта модель означает общий

⁵⁵ Таким типами, например, могут быть инструменты, которые основаны на договоре простого товарищества (акции, сертификат вкладчика товарищества на вере), договоре доверительного управления (инвестиционный пай, ипотечный сертификат участия, сертификат долевого участия), договоре займа (облигация, вексель).

⁵⁶ Автоматическая и полуавтоматическая модель допуска к фондовому рынку предполагает возникновение проблемы квалификации инструмента в качестве секьюрити. Именно для этих целей Закон о РЦБ, например, содержит указание на то, что ФКЦБ вправе квалифицировать ценные бумаги, после чего может утвердить стандарты эмиссии ценных бумаг и проспекта эмиссионных ценных бумаг (п. 2 ст. 42 Закона о РЦБ).

⁵⁷ Положения Закона о РЦБ свидетельствуют о формальном подходе к описанию раскрываемой информации, тем самым предопределяют существование в российской практике именно механической модели допуска к фондовому рынку.

запрет на размещение каких-либо инструментов. В этом смысле механическая модель ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ имеет схожие черты с тем положением, которое вытекает из п. 1 ст. 5 Закона о защите⁵⁸.

В чем в данном случае выражается вытеснение секьюрити ценными бумагами? Пункт 1 ст. 5 Закона о защите ограничил круг инструментов фондового рынка специально поименованными в законодательстве ценными бумагами, что, по сути, означает закрепление *принципа ценнобумажного привлечения* капитала на фондовом рынке. К этому нужно добавить его эстафетный режим допуска соответствующих ценных бумаг к публичному размещению, что также является фактором сужения круга инструментов фондового рынка, поскольку делает появление таких инструментов мероприятием продолжительным и трудозатратным.

В отличие от п. 1 ст. 5 Закона о защите, который непосредственно воздействовал на круг инструментов фондового рынка, в последствии произошли изменения, которое хотя и косвенным образом, но существенно коснулось определения эмиссионной ценной бумаги, закрепленное в ст. 2 Закона о РЦБ. Речь идет о Законе от 29.11.2001 г. «Об инвестиционных фондах», которым введен новый вид ценной бумаги – инвестиционный пай. Дело в том, что инвестиционный пай при закреплении за ним возможности обращения на фондовом рынке, в том числе организованном, прямо в Закон об инвестиционных фондах признается неэмиссионной ценной бумагой, он как бы противопоставлен эмиссионной ценной бумаге⁵⁹.

В результате противопоставления инвестиционного пая эмиссионной ценной бумаге последнее понятие приобрело дополнительные признаки,

⁵⁸ Интересно отметить, что обе рассматриваемые нормы в защитном режиме на практике совершенно не работают. Показательным примером тому является размещение «эмиссионных векселей»: законодательством не предусмотрено публичное размещение этих ценных бумаг, поэтому согласно п. 1 ст. 5 Закона о защите они не могли предлагаться неопределенному кругу лиц; в том же время в соответствии с ч. 6 ст. 16 Закона о РЦБ такие векселя являются эмиссионными ценными бумагами, поскольку обладают признаками таковых, однако для фактического размещения этой категории векселей необходима регистрация их выпуска, но необходимое для этого регулирование отсутствует, что приводит к размещению векселей в нарушение требования закона. В обоих случаях по ст. 168 ГК РФ как противоречащий закону выдачу «эмиссионного векселя» по заявлению любого заинтересованного лица может быть признан недействительным. Но по тем или иным причинам этого не происходит. В американском судебной практике стороны идут в суд с требованием о признании сделки по поводу секьюрити недействительной в связи с отсутствием ее регистрации по двум мотивам: если она стала им *невыгодной* (оппортунистическое поведение) и для получения *льготного* режима возмещения убытков, возникших в связи с обманом при раскрытии информации (бремя доказывания отсутствия оснований для ответственности перекладывается на ответчика-эмитента, возможность взыскать штрафные убытки и прочее).

⁵⁹ В таком же направлении идет и Федеральный закон от 14.11.2003 г. «Об ипотечных ценных бумаг», которым вводится ипотечный сертификат участия, он не признается эмиссионной ценной бумагой, между тем, рассчитан на рыночное обращение подобно инвестиционным паям.

которыми не обладают инвестиционные паи. Как следствие, эмиссионная ценная бумага стала обладать следующими двумя дополнительными признаками: она должна (а) исключать возможность замены обязанного по ней лица (эмитента) и (б) быть определенной по количеству в рамках одного выпуска таких ценных бумаг. Понятие эмиссионная ценная бумага (в смысле ст. 2 Закона о РЦБ) в совокупности теперь включает не четыре, а шесть признаков, к тому же оно стало обобщающим только для трех бумаг: акция, облигация и опцион эмитента.

Окончательное закрепление такого не просто ценнобумажного, а узко ценнобумажного понимания эмиссионной ценной бумаги получило с внесением изменений и дополнений в Закон о РЦБ, которые были приняты 28 декабря 2002 года. Согласно новой редакции Закона о РЦБ, предметом его регулирования признаются теперь «отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг ..., при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами» (ст. 1). Помимо того, что он еще раз подтвердил принцип ценнобумажной формы привлечения капитала на фондовом рынке, к тому же он может быть прочтен как предусматривающий, что возможность обращения ценных бумаг должна быть предусмотрена ни много, ни мало, но федеральным законом. Получилось, что документ у нас признается ценной бумагой только законом (ст. 143 ГК РФ, с учетом ее общего понимания), к тому же признание ценной бумаги способной к публичному размещению также должно быть сделано в форме закона (ст. 1 Закона о РЦБ).

Таким образом, описанные изменения законодательства о рынке ценных бумаг явно свидетельствуют о четкой тенденции вытеснения секьюрити за счет ограничения инструментов фондового рынка перечнем ценным бумагами, возможность публичного размещения которых прямо признана законом.

Заключение

Американское законодательство о секьюритис является в историческом смысле первой моделью специального регулирования рынка капитала, возникавшие впоследствии регулятивные системы исходят в первую очередь именно из этой модели. С этой точки зрения все существующие в мире

правопорядки могут быть ранжированы по степени сходства с оригиналом (американской моделью). При этом одним из критериев для такого ранжирования является вопрос о секьюрити. Полагаем, что чем больше в конкретном правовом порядке воспроизводится экономический смысл понятия секьюрити (проблема асимметрии информации), тем ближе он к американской модели. Наоборот, чем больше национальное понятие секьюрити формализовано и приближается к ценным бумагам, тем дальше такой правовой порядок от американской модели.

Как известно, российское право находится под глубоким влиянием права стран романо-германской семьи⁶⁰. Общей чертой романо-германского типа регулирования фондового рынка состоит в том, что доминирующим объектом регулирования его являются определенный круг ценных бумаг (§ 2Б). Представляется, что специфика сложившегося у нас нормирования состоит в том, что законодательство о рынке ценных бумаг является еще более **ценнобумажным**, даже по сравнению с его ближайшими романо-германскими родственниками.

Обе системы регулирования фондового рынка – ценнобумажная и секьюрити – имеют свои преимущества и недостатки. Очевидно, что к преимуществам ценнобумажной системы относится простота регулятивной структуры, максимальная определенность относительно круга инструментов фондового рынка, определенность перечня подлежащей раскрытию информации, исключена какая-либо спорность вопроса о квалификации инструмента в качестве секьюрити. Институт секьюрити, в свою очередь, обладает другими положительными качествами, к которым, в частности, относится стимулирование деловой активности участников фондового рынка,

⁶⁰ К этому нужно добавить, что в российском юридическом сообществе признает интеллектуальное лидерство для нашего права германского правового порядка, при этом, как показывают имперические наблюдения, наш законодатель сейчас, по-видимому, по политическим соображениям, больше склонен прибегать к помощи германских консультантов и избегает приглашения французских и американских специалистов. Правильно ли это? Думаю, что нет. Заимствование правовых конструкций должно строиться на (1) принципе выбора лучшего правового решения и (2) принципе индивидуального пошива. Первый предлагает сравнение и оценку максимально большого количества правовых конструкций, выработанных в зарубежном праве. Здесь действует главное правило отбора: качество выбора зависит от количества материала, взятого для анализа. Согласно второму принципу, введение в правовой порядок правовой конструкции должно учитывать национальный контекст (культурную среду), в который, в частности, входит ментальность, эффективность работы судебной системы, географические условия, история формирования социальных институтов. Крайне важно, чтобы эти два принципа работали вместе: специальные исследования показывают, что очень хорошие правовые решения в некоторых правовых порядках часто становятся абсолютно бесполезными, и, наоборот, в некоторых правовых порядках неудачные правовые решения имеют прекрасный практический результат (See: *Djankov S., Glaeser E., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.*, *The New Comparative Economic, Journal of Comparative Economics*, December, 2003).

обеспечение большего количества видов инструментов фондового рынка, которое является существенным фактором развития рыночных механизмов, возложение необходимого и оптимального уровня расходов, возникающих при выходе на рынок капитала.

Естественно, что секьюрити является социальным институтом, который позволяет хозяйственной системе работать с большей эффективностью. Однако важно другое, может ли данное общество *позволить*⁶¹ себе этот институт. Конструкция секьюрити имеет возможность работать только при высокоразвитой культуре фондового рынка, когда в обществе есть четкое представление о том, как и при каких условиях работает рынок капитала, какие механизмы для этого должны быть созданы, ясно осознается смысл регулирования «рынка ценных бумаг». К ментальному элементу нужно добавить достаточно независимых и высоко профессиональных Регулятора и судебную власть, которые в пределах своей компетенции будут действовать в публичных интересах и с четким представлением о целях законодательства о рынке ценных бумаг. Только при наличии этой культурной и институциональной составляющих институт секьюрити может быть рекомендован к практическому закреплению в данном правовом порядке.

В настоящей статье на основании исследования феномена ценных бумаг и секьюрити был показан диапазон возможностей выбора моделей регулирования фондового рынка, указаны принципиальные последствия выбора того или иного варианта. Действующее в российском праве регулирование приспособлено к примитивному фондовому рынку, оно нуждается в закреплении относительно допуска на фондовый рынок новых видов инструментов более лояльного подхода.

⁶¹ Недавно в сравнительной экономике был предложен термин «капитал цивилизованности» общества (“civic capital”), под которым понимается способность членов общества совместно действовать для производства публичного блага. В зависимости от этого показателя, в который, в частности, входит человеческий капитал, этническая гетерогенность, культура, физическая среда и прочее, завит свобода выбора регулятивного режима. Порядок в обществе с низким капиталом цивилизованности может поддерживаться только с помощью «диктатуры», которая в том числе выражается в зарегулированности соответствующих отношений (See: Djankov S., Glaeser E., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *ibid*).