

УРАЛЬСКАЯ ШКОЛА ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОГО ПРАВА

З. А. ПОЧЕЖЕРЦЕВА

**ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ:
ЧАСТНОПРАВОВЫЕ
И ПУБЛИЧНО-ПРАВОВЫЕ НАЧАЛА**

МОНОГРАФИЯ

Под научной редакцией
доктора юридических наук, профессора,
заслуженного деятеля науки **В. С. БЕЛЫХ**



Злата Почежерцева

**Правовое регулирование
рынка ценных бумаг России:
частноправовые и публично-
правовые начала. Монография**

«Проспект»

Почежерцева З. А.

Правовое регулирование рынка ценных бумаг России:
частноправовые и публично-правовые начала. Монография /
З. А. Почежерцева — «Проспект»,

ISBN 978-5-39-216179-9

Настоящая работа посвящена комплексному исследованию режима правового регулирования рынка ценных бумаг России на основе анализа конвергенции частноправовых и публично-правовых средств регулирования. Подробно исследуется содержание экономико-правового понятия «рынок ценных бумаг», обосновывается гипотеза о расширении границ предмета правового регулирования рынка ценных бумаг. В работе проведено первое комплексное исследование пруденциального регулирования и пруденциального надзора на рынке ценных бумаг, сочетающее частноправовые и публично-правовые средства. Сформулированы предложения по совершенствованию законодательства о рынке ценных бумаг. Издание предназначено для преподавателей, аспирантов и студентов юридических и экономических высших учебных заведений, а также руководителей коммерческих организаций и корпоративных юристов и всех, кто интересуется данной темой.

ISBN 978-5-39-216179-9

© Почежерцева З. А.
© Проспект

Содержание

ИНФОРМАЦИЯ О КНИГЕ	6
ПРЕДИСЛОВИЕ	7
Глава 1	9
§ 1. Экономико-правовая природа	9
§ 2. Предмет правового регулирования	18
§ 3. Режим правового регулирования	31
Конец ознакомительного фрагмента.	38

З. А. Почежерцева
Правовое регулирование рынка
ценных бумаг России: частноправовые
и публично-правовые начала

Монография

**Под научной редакцией доктора юридических наук,
профессора, заслуженного деятеля науки В.С. Белых**



ebooks@prospekt.org

ИНФОРМАЦИЯ О КНИГЕ

УДК 336.761(075.8)

ББК 65.262.2я73

П65

Автор:

Почежерцева Злата Анатольевна, кандидат юридических наук, магистр экономики, преподаватель кафедры предпринимательского права Уральской государственной юридической академии, практикующий юрист.

Рецензенты:

Г. Н. Шевченко, доктор юридических наук, профессор кафедры административного и таможенного права Владивостокского филиала ГКОУ ВПО «Российская таможенная академия»;

Д. В. Мурзин, кандидат юридических наук, старший преподаватель кафедры гражданского права ФГБОУ ВПО «Уральская государственная юридическая академия».

Под научной редакцией доктора юридических наук, профессора, заслуженного деятеля науки **В.С. Белых**.

Настоящая работа посвящена комплексному исследованию режима правового регулирования рынка ценных бумаг России на основе анализа конвергенции частноправовых и публично-правовых средств регулирования.

Подробно исследуется содержание экономико-правового понятия «рынок ценных бумаг», обосновывается гипотеза о расширении границ предмета правового регулирования рынка ценных бумаг. В работе проведено первое комплексное исследование пруденциального регулирования и пруденциального надзора на рынке ценных бумаг, сочетающее частноправовые и публично-правовые средства. Сформулированы предложения по совершенствованию законодательства о рынке ценных бумаг.

Издание предназначено для преподавателей, аспирантов и студентов юридических и экономических высших учебных заведений, а также руководителей коммерческих организаций и корпоративных юристов и всех, кто интересуется данной темой.

УДК 336.761(075.8)

ББК 65.262.2я73

© Почежерцева З. А., 2014

© ООО «Проспект», 2014

ПРЕДИСЛОВИЕ

Российская Федерация является самой крупной страной мира, активно участвующей в глобальных интеграционных процессах. 22 августа 2012 г. Россия вступила во Всемирную торговую организацию и стала ее 156-м членом, кроме того, она ведет активную деятельность в сфере международного сотрудничества со странами ЕвразЭС, ШОС и ЕС. Интеграция в мировую экономическую систему, конкуренция мировых фондовых площадок – безусловный стимул для развития отечественного рынка ценных бумаг, его объема и инфраструктуры.

Рынок ценных бумаг, являющийся одним из основных направлений влияния на макроэкономическую стабильность государства и основой роста личного благосостояния населения, требует системного, непротиворечивого и обоснованного правового регулирования.

С 2008 г. приоритетом в развитии финансовых рынков в России объявлено создание к 2020 г. международного финансового центра в городе Москве^[1], в связи с чем разработан план мероприятий^[2], предусматривающий преодоление отставания российского фондового рынка от ведущих мировых финансовых центров в области регулирования, инфраструктуры и доступного инструментария. Стратегические цели государственной политики в сфере рынка ценных бумаг содержатся в двух документах: распоряжении Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» и Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации, одобренной решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 7 октября 2009 г.

К настоящему моменту государственное регулирование рынка ценных бумаг в России прошло несколько этапов:

- 1) 1990^[3]—1995 гг.: этап недостаточного развития нормативной базы;
- 2) 1995–2001 гг.: этап принятия пяти системообразующих законов: части первой Гражданского кодекса РФ 1995 г., Федеральных законов «О рынке ценных бумаг» 1996 г., «Об акционерных обществах» 1995 г., «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» 1998 г., «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» 1999 г. и активной нормотворческой деятельности Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ;
- 3) 2001–2009 гг.: этап секьюритизации активов (принятие Федеральных законов «Об инвестиционных фондах» 2001 г., «Об ипотечных ценных бумагах» 2003 г., «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» 2002 г.), характеризующийся созданием системы правового регулирования рынка так называемых постэмиссионных ценных бумаг, а с 2004 г. – передачей нормотворческих функций Федеральной службе по финансовым рынкам РФ;
- 4) 2009 г. – по настоящее время: этап переосмысления системы нормативно-правового регулирования сферы рынка ценных бумаг. Современный этап характеризуется пересмотром концепции гражданско-правового регулирования ценных бумаг как объекта гражданских прав, активной законотворческой деятельностью государства, направленной на совершенствование инфраструктуры рынка (принятие в 2011 г. Федеральных законов «О центральном депозитарии», «Об организованных торгах», «О клиринге и клиринговой деятельности»), передачей регулятивных функций мегарегулятору Банку России, а также интеграционными процессами^[4].

Сегодня основными недостатками правового регулирования рынка ценных бумаг являются его отставание от развития фондового рынка как экономического института, разрозненность и противоречивость.

В частности, до сих пор отсутствует законодательное понятие «рынок ценных бумаг»; введенное законодателем деление обращающихся на фондовом рынке бумаг на эмиссионные и так называемые постэмиссионные влечет неоправданное усложнение правового регулирования этой единой экономической сферы; дифференциация законодательства реализуется в отсутствие понимания единого режима правового регулирования рынка (показательно, в частности, изъятие из Федерального закона «О рынке ценных бумаг» норм о профессиональной деятельности в области клиринга и организации торгов); при наличии предпосылок для перехода к регулированию типа «principle-based» законодатель удерживает в сфере своего ведения часть вопросов, которые могли бы эффективно решаться саморегулируемыми организациями; правовая конструкция эмиссии эмиссионных ценных бумаг противоречива и неоправданно усложнена для отдельных видов ценных бумаг; отсутствует адекватная рыночным потребностям система пруденциального регулирования и надзора.

В целом перед системой государственного регулирования рынка ценных бумаг должны стоять следующие задачи: повышение конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг; снижение системных рисков, связанных с асимметрией информации, с процессами автоматизации^[5]; защита прав инвесторов и иных участников рынка ценных бумаг; достижение эффективного сочетания государственного регулирования и саморегулирования рынка.

В связи с этим проводимая законодателем комплексная реформа правового регулирования рынка ценных бумаг требует детальной проработки названных проблем, совершенствования частноправового и публично-правового инструментария регулирования рынка ценных бумаг.

В отличие от научных трудов моноотраслевого характера (частно- или публично-правовых), настоящая монография представляет собой комплексное исследование режима правового регулирования рынка ценных бумаг как экономико-правового явления на основе конвергенции частноправовых и публично-правовых средств регулирования.

Глава 1

ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ: ПРЕДМЕТ И РЕЖИМ

§ 1. Экономико-правовая природа ценных бумаг

Начать настоящее исследование, на наш взгляд, необходимо с решения вопроса о соответствии экономического и юридического содержания понятия «ценная бумага», для чего рассмотрим его легальное, экономические и доктринально-юридические определения.

1. Легальное определение понятия «ценная бумага» содержится в п. 1 ст. 142 Гражданского кодекса Российской Федерации^[6] (далее – ГК РФ). Под ценными бумагами понимаются соответствующие установленным законом требованиям документы, удостоверяющие *обязательственные и иные права*, осуществление или передача которых возможны только при их предъявлении (документарные ценные бумаги), а также обязательственные и иные права, закрепленные в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего или выдавшего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав в соответствии со ст. 149 настоящего Кодекса (бездокументарные ценные бумаги).

Не так давно (до 1 октября 2013 г.) законодатель исходил из того, что «ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении». Это определение на протяжении многих лет подвергалось критике в научной литературе^[7]. И в первую очередь за то, что недостаточно четко отражало экономико-правовую сущность этого феномена.

Как видим, законодательная дефиниция претерпела существенные изменения, которые, как говорится в пояснительной записке к Проекту изменений к ГК РФ, призваны преодолеть «внутренние противоречия цивилистической конструкции ценной бумаги»^[8].

Тем не менее законодательная дефиниция не дает нам исчерпывающих признаков исследуемого понятия: их выводят из содержания главы 7 ГК РФ, а также массива нормативных актов, посвященных регулированию отдельных видов ценных бумаг и рынка ценных бумаг^[9].

Для сравнения рассмотрим соответствующие **дефиниции стран – участниц ЕвразЭС** (Российская Федерация, Узбекистан, Казахстан, Таджикистан, Киргизия). Относительно недавно на их территориях действовало единое законодательство Союза ССР^[10]. После его распада Россия, Таджикистан, Узбекистан и Казахстан в п. 1 ст. 189 Модельного Гражданского кодекса для государств – участников СНГ^[11] согласовали единое определение ценной бумаги: «документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении». Однако лишь в Гражданских кодексах России и Узбекистана^[12] оно было повторено. В Киргизии и Казахстане при определении ценной бумаги законодатели решили пойти по пути расширения содержания понятия, следуя развивающимся базисным экономическим отношениям.

К примеру, Гражданский кодекс Киргизии рассматривает в качестве ценной бумаги не только документ, но и «иной установленный законом способ фиксации прав, удостоверяющий

с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права»^[13]. По Гражданскому кодексу Казахстана под ценной бумагой понимается «совокупность определенных записей и других обозначений, удостоверяющих имущественные права»^[14].

Тезис о необходимости расширения содержания законодательного понятия «ценная бумага» нашел отражение также в диссертационных исследованиях^[15].

Очевидно, что в целом различия в нормативных определениях ценных бумаг в Гражданских кодексах стран – участниц ЕврАзЭС незначительны. Анализ их текстов позволяет весьма однозначно выделить легальные признаки ценной бумаги: 1) это документ либо совокупность определенных записей, 2) имеющий установленную форму и обязательные реквизиты, 3) удостоверяющий 4) имущественные гражданские права, осуществление или передача которых возможны 5) только в совокупности 6) при его предъявлении.

2. Экономическое содержание ценной бумаги основывается на ее понимании как инструмента, призванного облегчить товарно-денежный оборот. Первые ценные бумаги появляются в западном торговом обороте, по утверждению Г. Дж. Бермана, в XII–XIII вв: в этот период появляются вексель и долговое обязательство, они трансформируются «в так называемые абстрактные договоры, в которых данный документ... сам по себе воплощает, или является договором и может служить объектом независимого иска»; в оборот вводятся накладные, другие транспортные документы, развиваются акционерные компании, осуществляется выпуск публичных займов, обеспеченных облигациями и другими ценными бумагами^[16]. Как подчеркивал М. М. Агарков, появление ценных бумаг в обороте представляло собой *новый порядок осуществления гражданских прав* по сравнению с существовавшим в гражданском праве общим порядком – *ценные бумаги требуют их предъявления для осуществления выраженного в них права*^[17]. Правовое регулирование в этот период идет по пути описания правом существующих общественных отношений, от частного к общему, с немалым отставанием от передовой торговой практики.

В России вплоть до XIX в. как законодательство о ценных бумагах, так и теоретические разработки их правовой природы фактически отсутствовали. Отдельные виды ценных бумаг (вексель^[18], коносаменты^[19], железнодорожные накладные^[20], акции^[21], чеки, складские свидетельства) хотя и упоминались в законодательстве, но были урегулированы скупо, что свидетельствовало «об инертности и консерватизме русской законодательной политики, не вмешивающейся в нормировку новых, едва только выработанных торговой жизнью, институтов»^[22]. Однако развивающаяся практика поставила перед наукой вопрос о необходимости познания правовой природы ценных бумаг и формирования адекватных теоретических средств (понятий, теорий, моделей), которые могла бы воспринять практика^[23].

В настоящее время в **экономической науке** выделяют несколько основных подходов к пониманию сущности ценных бумаг, рассмотренных, в частности, И. Г. Горловской и А. Е. Миллером^[24]:

1) ценная бумага как фиктивный капитал (К. Маркс, Р. Гильфердинг, У. Т. Абдынасыров, Э. А. Баринов, А. И. Басов, Т. А. Батяева, В. А. Галанов, И. И. Столяров);

2) ценная бумага как право на ресурс (Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли, Э. Л. Найман, У. Ф. Шарп, М. И. Глухова, В. Н. Едренова, А. Г. Ивасенко, Я. М. Миркин, Я. И. Никонова, Т. Н. Новожилова, В. А. Павленко, А. В. Приходько, М. В. Снежинская);

3) ценная бумага как форма квазиденег (В. П. Воронин, Н. Г. Сапожникова);

4) ценная бумага как контракт (Э. С. Брэдли, Р. Дж. Тьюлз, Т. М. Тьюлз, Г. Галиуллина, А. Ю. Грибов).

Предложенные подходы вряд ли можно признать безупречными.

Первым пороком экономических определений понятия «ценная бумага», на наш взгляд, является сосредоточение внимания на инвестиционных ценных бумагах и игнорирование всех иных видов ценных бумаг. К. Маркс первым определяет сущность ценных бумаг как фиктивного капитала, и аналогичной точки зрения придерживаются его последователи^[25] и большинство современных экономистов^[26]: «фиктивный капитал определяется марксизмом как капитал, вложенный в ценные бумаги (акции и облигации), дающие право их владельцам регулярно присваивать часть прибыли в виде дивиденда или процента»^[27]. Очевидно, что это определение описывает далеко не все виды ценных бумаг, не охватывает, например, товарораспорядительные бумаги, векселя и чеки, которые не являются формой инвестирования.

Вторым пороком экономических определений ценных бумаг, по нашему мнению, является неполная индукция: авторы не стремятся выявить сущностные микроэкономические характеристики ценных бумаг, останавливаются на простом перечислении существующих видов ценных бумаг или на макроэкономических свойствах рынка^[28]. В частности, Г. И. Черкасов предлагает следующее определение: «Ценные бумаги – это разнообразные документы, которые могут приносить доход их владельцам (акции, облигации, векселя, лотерейные билеты и т. п.)»^[29]. Что же касается макроэкономических свойств, таких, как перераспределение денежных потоков, мобилизация свободных денежных ресурсов, то они скорее свойственны самому институту *рынка ценных бумаг*, нежели *ценной бумаге*, которую следует определять через микроэкономические свойства ликвидности, доходности, риска, особенностей формирования равновесной цены и стоимости^[30].

Третий порок заключается в том, что многие экономисты рассуждают о сущности ценных бумаг в институционально-правовом поле, обращаясь к легальному определению ценной бумаги в ст. 142 ГК РФ^[31]. Они признают его слишком широким, неконкретным и не позволяющим определить объекты в качестве ценных бумаг, хотя **практика**, напротив, **требует еще большего расширения содержания легального понятия «ценная бумага»**, о чем мы уже упоминали. Причем многие авторы, обращаясь к анализу экономических характеристик ценных бумаг, дают их фрагментарно, несистемно и противоречиво. Также в экономической литературе очень распространено усеченное понимание ценной бумаги как «денежного документа, удостоверяющего отношения совладения или займа между ее владельцем и эмитентом»^[32].

Лишь некоторые авторы изученных нами работ предлагают достаточно аргументированные разработанные понятия.

Например, В. А. Галанов пишет, что сущность ценной бумаги состоит в двух «ипоста- сях»: «ценная бумага как юридическая вещь» (абстрактная вещь, договор и предмет договора, движимое имущество)^[33]; «ценная бумага как фиктивная форма стоимости»^[34]. Я. М. Миркин определяет ценную бумагу как право на ресурс, «обособившееся от своей основы и даже имеющее собственную материальную форму»^[35]. И наконец, А. А. Мишарев определяет ценную бумагу как «переуступаемую форму закрепления отношений собственности на передаваемые ресурсы, отвечающую признакам капитала-собственности и обращающуюся как товар особого рода, потребительская стоимость которого состоит в способности реализовать интересы инвестора»^[36].

Представляется, для определения экономической сущности ценных бумаг необходимо обширное эмпирическое исследование микроэкономических свойств ценных бумаг с построением моделей, основанных на статистически значимых выборках показателей обращения конкретных видов ценных бумаг. Однако данный вопрос является сугубо экономическим и не входит в предмет настоящего исследования.

В целом при установлении экономической сущности понятия «ценная бумага» мы придерживаемся **функционального подхода**: имея различные особенности, все виды ценных бумаг («инвестиционные», «кредитные», «товарораспорядительные» и т. д.) выполняют **единую функцию** – облегчают, **упрощают хозяйственный оборот**^[37]. Для перехода права, которое заключено в ценной бумаге (если только это не ректа-бумага), более не требуется заключения договоров цессии; легитимация держателя ценной бумаги производится исходя только из содержания ценной бумаги (предъявительская, именная или ордерная), все права переходят в совокупности. А если ценные бумаги эмитируются выпусками и проходят процедуру публичного размещения, их оборот «ускоряется» в разы в связи с процессами компьютеризации и автоматизации на рынке^[38].

Эта базовая экономическая функция предопределяет и юридическую сущность данного явления как «необходимого средства юридической техники»^[39], которая была сформулирована еще М. М. Агарковым.

3. Доктринально-юридические концепции понятия «ценная бумага» – это спектр различных точек зрения. Авторы стремятся к уяснению **юридической сущности**^[40] ценных бумаг как основы формирования единого режима их правового регулирования^[41].

Как правило, в юридической литературе анализ сущности того или иного регулируемого правом явления сводится именно к характеристике выполняемых им экономических, политических и иных социально-значимых функций^[42]. Этот подход, по нашему мнению, в полной мере применим к таким достаточно «однозначным» объектам правового регулирования, как налоги, гражданство, недвижимое имущество и т. д. Однако использование функционального подхода для определения сущности явлений, представляющих собой правовые фикции^[43] особого рода (бездокументарные ценные бумаги, юридические лица), следует признать недостаточным.

Уяснение *юридической сущности* ценных бумаг позволяет сформировать **единый режим правового регулирования** тех объектов гражданских прав, которые мы охарактеризуем в качестве ценных бумаг, что в целом будет способствовать стабильности гражданского оборота. Данный подход уже нашел свое отражение в диссертационных исследованиях, в частности, А. В. Габов отмечает, что «ценная бумага – это особый правовой режим создания, существования (обращения, осуществления) и прекращения любых оборотоспособных прав»^[44].

В настоящее время большинство ученых-цивилистов признают *двойственную (двуетадийную) вещно-обязательственную сущность* документарных ценных бумаг: ценная бумага есть вещь, которая удостоверяет субъективные гражданские права обязательственной и/или вещной природы^[45]. Это позволяет рассматривать ее в качестве «движимой вещи особого рода», воплощающей в себе дуализм вещного и обязательственного права^[46], при котором «различаются права на ценную бумагу и права, удостоверенные ценной бумагой»^[47].

Напротив, до сих пор не нашло однозначной поддержки ученых предположение, что документарные и бездокументарные ценные бумаги – это различные объекты гражданских прав.

В юридической доктрине выделяют **«классическую» (документарную) концепцию** ценных бумаг, противопоставляя ей функционально-субъективную **концепцию бездокументарных ценных бумаг**. Иными словами, решается вопрос об ограничении содержания понятия «ценные бумаги» только документарной их формой («ценные бумаги и бездокументарные ценные бумаги имеют различный правовой режим, а значит, являются различными объектами гражданских правоотношений»^[48]), либо о применении правового режима «классических» ценных бумаг напрямую или по аналогии к «бездокументарным» ценным бумагам.

Сторонниками **первой концепции** являются В. А. Белов, А. Марченко, О. А. Трусова, Е. А. Суханов, Е. А. Крашенинников, В. В. Витрянский, Л. А. Новоселова. Сущность ценной бумаги они определяют через удостоверяемые публично достоверным **документом** субъективные гражданские права, при этом «объектом гражданских прав становится сам... документ, классическая ценная бумага, т. е. **вещь**»^[49]. В противовес классическим ценным бумагам, по их мнению, бездокументарные ценные бумаги представляют собой «сами имущественные права», «нечто идеальное», что «невозможно подвергнуть идентичному правовому регулированию, сообщить им одинаковый правовой режим»^[50]. К слову сказать, именно такая позиция выдержана в новой редакции ст. 142 ГК РФ (вступила в силу с 01.10.2013).

Второй концепции придерживаются Д. В. Мурзин, Г. Н. Шевченко, Е. Н. Решетина, Ж. В. Коршунова, В. Коновалов, О. Котов, О. Рыжков и др.^[51] В обоснование распространения на бездокументарные ценные бумаги режима правового регулирования документарных ценных бумаг авторы приводят следующие аргументы:

во-первых, сущностных различий между документарными и бездокументарными ценными бумагами нет, поскольку они закрепляют субъективные гражданские права, являющиеся обращаемыми^[52];

во-вторых, ценные бумаги – это «объект *особого* права собственности, выраженный в документарной и бездокументарной форме»^[53];

в-третьих, «ценная бумага независимо от носителя информации представляет собой ценность как титул прав, сосредоточение информации о наличии прав и их принадлежности»^[54].

в-четвертых, и документарные, и бездокументарные ценные бумаги выполняют специфические, только им свойственные функции^[55], впервые обозначенные М. М. Агарковым: «иное распределение риска между участниками соответствующих правоотношений, чем то, которое осуществляется на основании общих правил гражданского права»^[56].

По нашему мнению, ни первая, ни вторая концепция не отвечают потребностям гражданского оборота и не учитывает в полной мере специфику такого явления, как бездокументарная ценная бумага. Вывод о том, что поскольку документарной и бездокументарной ценной бумаге сообщается одинаковый режим правового регулирования, следовательно, это одинаковые объекты гражданских прав, нельзя признать логически верным. Право – сложный институт, в котором режим правового регулирования всегда является производным от объекта регулирования, но не наоборот. Юридические конструкции позволяют применять к совершенно различным объектам единый режим правового регулирования. Утверждать, что документарная и бездокументарная ценная бумага есть абсолютно идентичные объекты гражданских прав, так как к ним применяются одни и те же нормы, значит забывать о бестелесном характере второго объекта, к которому лишь со значительными оговорками может быть применен вещный режим. Также надо помнить и о том, что бездокументарная ценная бумага суть результат усиления в документарной бумаге функции упрощения гражданского оборота.

Промежуточного подхода придерживается А. В. Габов, который утверждает, что бездокументарные ценные бумаги – «это типичная юридическая фикция», на которую авторы Гражданского кодекса «набросили» правовой режим ценных бумаг^[57].

ГК РФ перечисляет конкретные виды ценных бумаг: акция, вексель, закладная, инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, коносамент, облигация, чек (п. 2 ст. 142). Но он делает при этом одно важное дополнение: «иные ценные бумаги, названные в таком качестве в законе или признанные таковыми в установленном законом порядке».

Например, согласно ч. 1 ст. 51¹ ФЗ «О рынке ценных бумаг» прямой допуск иностранных финансовых инструментов к обращению на территории России допускается только в слу-

чае признания таких инструментов ценными бумагами иностранных эмитентов, а именно при условии:

1) присвоения иностранным финансовым инструментам международного кода (номера) идентификации ценных бумаг (ISIN – International Securities Identification Number) и международного кода классификации финансовых инструментов (CFI–Classification of Financial Instruments);

2) квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг в порядке, установленном Банком России, в качестве акций, облигаций, паев паевых инвестиционных фондов или депозитарных расписок.

Правоприменителю не составит труда найти необходимый нормативный правовой акт, которым конкретный документ отнесен «к числу ценных бумаг», но законодателю, принимающему решение об отнесении того или иного документа к роду ценных бумаг, может быть весьма сложно определить их признаки. Например, подлежат ли отнесению к роду ценных бумаг лотерейные билеты, проездные билеты, подарочные карты и сертификаты, выпускаемые субъектами предпринимательской деятельности? Как отграничить ценные бумаги от суррогатов ценных бумаг – «финансовых инструментов, имеющих назначение и обладающих чертами ценных бумаг, но не признаваемых законодательством и традицией в качестве таковых, не регулируемых государством или в ином общепринятом порядке»^[58]?

Для решения этого вопроса, как представляется, названные концепции необходимо рассмотреть в свете **номинативного** и **сущностно-следственного**^[59] **подходов**.

Первый подход предполагает признак легитимации объекта гражданских прав в качестве ценной бумаги одним из основных сущностных признаков^[60]. Данный подход немало критикуется в литературе: «Определение того, что именно следует понимать под ценной бумагой, через простое перечисление документов... является по меньшей мере нарушением норм гражданского законодательства... Субъекты гражданского права могут совершать любые действия, не запрещенные законом, в том числе выпускать в оборот документы, которые впоследствии могут быть рассмотрены в качестве ценных бумаг»^[61].

Второй подход предполагает, что законодатель должен ограничиться признаками ценных бумаг без ограничения объектов, которые могут быть отнесены к данному типу^[62].

Кроме того, в качестве *промежуточного* предлагается «взаимопольное сочетание подходов: 1) прямой регламентации законом видов ценных бумаг и 2) презумпции применения законодательных критериев, в соответствии с которыми тот или иной объект права мог бы быть признан ценной бумагой»^[63].

Применяя обе классификации, можно сделать вывод, что существуют следующие **концепции юридической сущности ценных бумаг**:

документарная номинативная концепция: особый режим правового регулирования ценных бумаг распространяется только на закрепленные в документарной форме и прямо перечисленные в законе в качестве ценных бумаг объекты гражданских прав;

классическая «сущностно-следственная» концепция: особый режим правового регулирования ценных бумаг распространяется на закрепленные в документарной форме объекты гражданских прав, которые соответствуют легально зафиксированным признакам ценных бумаг (возможно сочетание с документарной «номинативной» концепцией);

номинативная концепция единого режима правового регулирования: к перечисленным в законе документарным и бездокументарным ценным бумагам в силу прямого указания закона применяется единый режим правового регулирования ценных бумаг;

номинативно-сущностная концепция применения режима правового регулирования ценных бумаг по аналогии закона: особый режим правового регулирования ценных бумаг распространяется на закрепленные в документарной форме объекты гражданских прав, прямо

перечисленные в законе в качестве ценных бумаг либо соответствующие легально зафиксированным признакам ценных бумаг, а также, по аналогии закона, – на бездокументарные ценные бумаги.

Проведенный анализ позволил сформулировать следующее определение ценных бумаг, наиболее точно отражающее их экономико-правовую природу: **ценными бумагами являются** удостоверяющие субъективные гражданские права, закрепленные в документарной форме объекты гражданских прав, прямо перечисленные в законе в качестве ценных бумаг либо соответствующие легально зафиксированным признакам ценных бумаг, а также бездокументарные ценные бумаги, перечисленные в законе в качестве объектов гражданских прав, на которые в силу прямого указания закона распространяется режим правового регулирования ценных бумаг, функционально призванные упростить хозяйственный оборот и перераспределяющие риски в гражданских правоотношениях иначе, чем это предусмотрено в общих нормах гражданского права о распределении рисков сторон обязательства.

Содержание понятия «ценная бумага» выражается через основные **легальные и доктринальные признаки ценных бумаг**. Как отмечает А. В. Габов, в настоящее время отсутствует доктринальная и закрепленная законодательством теория признаков ценной бумаги^[64].

В. С. Белых признаками ценных бумаг считает: документарность; наличие обязательных реквизитов; удостоверение (закрепление) ценной бумагой, как правило, имущественных прав, принадлежащих управомоченному лицу; презентационность^[65]. Аналогичной точки зрения придерживаются Е. А. Суханов^[66] и В. Б. Чуваков^[67]. Е. А. Крашенинников дополняет этот перечень признаком транзитивности (способности быть предметом обращения)^[68].

Наиболее полно и непротиворечиво систематизирует признаки ценных бумаг В. А. Белов. Он пишет, что предмет, чтобы быть ценной бумагой, должен: представлять собой документ; удостоверять субъективное гражданское право кредитора и корреспондирующую ему юридическую обязанность должника; быть приспособленным к передаче как вещь; обеспечивать совпадение субъекта вещного права на документ с субъектом права, выраженного в документе; обладать свойством публичной достоверности; быть причисленным как документ к категории ценных бумаг законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке^[69].

В настоящее время в литературе поставлен вопрос о том, что форму фиксации нельзя считать неотъемлемым признаком ценной бумаги, так как она «имеет лишь значение для осуществления и защиты удостоверенного ценной бумагой права ее владельца»^[70]. Представляется, что вступать в данную дискуссию нет необходимости, поскольку она неразрывно связана с вопросом о едином режиме правового регулирования документарных и бездокументарных ценных бумаг, которые, по нашему мнению, являются различными объектами гражданских прав и не претерпевают сущностных изменений (таких, как «потеря» одного из признаков).

Для решения задач, которые будут решаться в следующих параграфах работы, считаем необходимым остановиться на отдельных юридически значимых^[71] **классификациях ценных бумаг**.

Существующие в настоящее время классификации ценных бумаг можно условно разделить на традиционные и перспективные.

К традиционным классификациям относятся:

по способу «легитимации держателя бумаги в качестве субъекта выраженного в ней права»^[72] – именные, ордерные и ценные бумаги на предъявителя^[73];

по личности должника – государственные, муниципальные, частные, иностранные и внутренние;

по наличию свойства «публичной достоверности»^[74] – обыкновенные именные ценные бумаги (ректа-бумаги) и все остальные ценные бумаги.

Н. О. Нерсесов предлагает классификацию на основании **прав, удостоверенных ценными бумагами**: коносамент, фактура, варрант удостоверяют, по его мнению, только вещные права, а такие ценные бумаги, как вексель, акция, страховой полис, – обязательственные^[75]. М. М. Агарков делает акцент на том, что вещно-правовое содержание ценных бумаг существует только в сочетании с обязательственно-правовым^[76]. Его точку зрения поддерживают большинство современных ученых^[77].

Можно классифицировать ценные бумаги по критериям каузальности (каузальные и абстрактные ценные бумаги), эмиссионности (эмиссионные и неэмиссионные), первичности (первичные и вторичные, производные), документарности (документарные и бездокументарные) и т. д.

Особого внимания, на наш взгляд, заслуживают **перспективные классификации ценных бумаг** на эмиссионные и так называемые постэмиссионные, на инвестиционные и коммерческие, на регулируемые и нерегулируемые.

Рассматривая вопрос о содержании понятия «ценная бумага», необходимо отметить, что законодателем необоснованно введена классификация бездокументарных именных ценных бумаг на эмиссионные и не являющиеся эмиссионными так называемые *ценные бумаги коллективного инвестирования (постэмиссионные ценные бумаги*^[78]), к числу которых принято относить паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия. Эти ценные бумаги «удостоверяют вещные права (долю в праве общей долевой собственности) на имущественный комплекс (ипотечное покрытие, инвестиционный фонд), а также обязательственные права по отношению к доверительному управляющему таким имущественным комплексом»^[79]. В диссертационных исследованиях уже обосновано, что «по юридической природе такие ценные бумаги являются эмиссионными, и лишение их в законодательстве статуса эмиссионных искусственно и не оправдано потребностями их оборота»^[80]. В то же время, в отличие от эмиссионных ценных бумаг, они допускают возможность замены обязанного лица – доверительного управляющего имущественным комплексом и не подлежат государственной регистрации^[81]. По нашему мнению, эти особенности свидетельствуют о дифференциации правового регулирования единого объекта гражданских прав.

Поставленная задача может быть решена путем закрепления в законодательстве предлагаемой А. В. Габовым классификации ценных бумаг на *регулируемые и нерегулируемые*. К первым он относит: «все бумаги, предлагаемые для массовых выпусков (неограниченного заранее круга (или перечня) лиц); все бездокументарные бумаги; все иные бумаги, если лицо, их выдающее, имеет намерение обращать их публично и/или для инвестиционных целей»^[82]. Остальные ценные бумаги он предлагает считать нерегулируемыми.

В качестве альтернативного варианта решения данной задачи, на наш взгляд, можно использовать придание юридической значимости экономическому **делению ценных бумаг в зависимости от хозяйственной цели**^[83] на инвестиционные (фондовые) и коммерческие (товарораспорядительные^[84] и торговые^[85]). Данная классификация отсутствует в законодательстве, однако широко используется в юридической и экономической литературе^[86].

Для нас наибольший интерес представляют так называемые **инвестиционные** (эмиссионные, фондовые) ценные бумаги, которые представляют собой однородные, как правило, денежные ценные бумаги, являющиеся предметом массовых выпусков (эмиссий) и удостоверяющие права каждого их держателя на единовременное или периодическое получение инвести-

ционного дохода с их номинальной стоимости, соответствующего размеру прибыли (дохода) эмитента, либо содержанию принятого им на себя обязательства^[87].

Понятие «инвестиционные ценные бумаги» не закреплено законодательно, в связи с чем вызывает бурную дискуссию в юридической литературе. Оно используется в настоящей работе в наиболее подходящем смысле для упрощения изложения. В узком смысле под ним понимаются эмиссионные ценные бумаги, в более широком – также бумаги коллективного инвестирования, и в самом широком – все существующие ценные бумаги, инвестиционный потенциал которых, по словам Фридриха А. Хайека, определяется инфляцией и потребностью в средствах инвестирования^[88]. Это акции, облигации, государственные и муниципальные ценные бумаги^[89], жилищные сертификаты, опционы эмитента, российские депозитарные расписки^[90], паи паевых инвестиционных фондов^[91], ипотечные сертификаты участия^[92], серийно размещаемые банковские депозитный и сберегательный сертификаты^[93], а также серийно размещаемые векселя.

Мы придерживаемся точки зрения Г. Н. Шевченко, которая полагает, что в рамках инвестиционных ценных бумаг возможно выделение двух их видов: эмиссионные ценные бумаги и ценные бумаги коллективного инвестирования^[94], в том числе паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия.

Именно **инвестиционные ценные бумаги** являются предметом нашего дальнейшего исследования. Они во многом различаются: эмиссионные и неэмиссионные, обладающие номинальной стоимостью и ею не обладающие, первичные и производные и т. д. Однако общей для них является предусмотренная законом возможность быть объектом обращения на рынке ценных бумаг.

А сейчас позволим себе сделать ряд предварительных **выводов**. Легальное понятие «ценная бумага» находится в состоянии трансформации, однако принимаемые законодателем изменения не решают в полной мере обозначенных в доктрине вопросов о юридической сущности ценных бумаг. Мы придерживаемся позиции, согласно которой документарные и бездокументарные ценные бумаги являются различными объектами гражданских прав и не претерпевают сущностных изменений (таких, как «потеря» одного из признаков), в связи с чем в работе сформулировано экономико-правовое понимание ценных бумаг, наиболее точно отражающее их сущность.

§ 2. Предмет правового регулирования рынка ценных бумаг

Безусловно, отправной категорией, с анализа которой необходимо начать настоящий параграф, является понятие рынка. Ни в законодательстве, ни в науке, в том числе экономической, единого понятия «рынок» не разработано. В наиболее упрощенном виде рынок представляют себе как «место встречи продавца и покупателя». Г. И. Черкасов подчеркивает, что зачастую исследователи, занимающиеся вопросами рынка, либо дают неполные определения (рынок как место, где совершается обмен, как совокупность институтов, как совокупность отношений между покупателями и продавцами и т. п.), либо вообще не считают нужным как-либо определять рынок^[95]. В юридической литературе авторы, как правило, используют легальное определение понятия рынка ценных бумаг и дополнительно его не исследуют^[96].

По нашему мнению, рынок есть сфера товарно-денежного обмена между людьми, при этом содержание понятия любого рынка раскрывается через объекты торговли (товары, работы, услуги), субъекты (продавцы, покупатели, посредники) и совокупность отношений между ними.

1. Роль допущений в юридической технике при формировании понятия «рынок ценных бумаг». Единообразное понимание терминов – общепризнанное аксиоматическое логическое правило юридической техники^[97]. Однако анализ процесса исторического формирования догмы права показывает, что говорить о полном терминологическом соответствии юридических положений, понятий и конструкций общественным отношениям, которые они замещают, не приходилось никогда: «одним техническим выражением мы заменяем сотню слов»^[98]. Случаи же концептуального их несоответствия вследствие неспособности законодателя усвоить и верно отразить терминологический аппарат других наук юриспруденция определяет как «ошибки» в законодательстве^[99]. Однако термин «ошибка» предполагает способность и желание законодателя исправить ее по мере обнаружения. В реальности право, конструируя юридические категории, упрощает отношения, описывает их своим языком: порой это совершенно новые словоформы, но зачастую – уже известные, но имеющие другой объем и содержание понятия. Их введение в законодательную терминологию не может быть квалифицировано в качестве ошибки, поскольку законодатель предпочел использовать термин в знаковом качестве – замещая им общественные отношения, одновременно позволяя себе некоторое «допущение» в отношении первоначального (неюридического) смысла и содержания исследуемого понятия.

Необходимо отметить, что слово «**допущение**» мы будем использовать как юридический термин, как средство объективации правовой информации, входящее в состав юридической техники^[100] в качестве ее элемента. С этой точки зрения всякое допущение есть понятийная фикция. Оно носит предположительный (вероятностный) характер, который основывается на индукции через простое перечисление (неполной индукции), однако «подразумевает юридическое утверждение, т. е. не допускающую исключения обязанность признать факты установленными»^[101]. Этим свойством определяется императивный характер допущений.

В правовом регулировании ценных бумаг допущений немало: возьмем, к примеру, столь часто и долго обсуждаемую проблему бездокументарных ценных бумаг. Действительно, такое название объекта гражданских прав в определенной степени противоречит тем общественным отношениям, которые оно замещает (объему), и даже предполагаемому правовому содержанию – ценная бумага в любой форме фиксации есть документ. А значит, говорить о *бездокументарности* документа нелепо. Но именно эта правовая фикция^[102] настолько прочно вошла сегодня в повседневный оборот законодателя, регуляторов рынка ценных бумаг и непо-

средственно реализующих право субъектов, что было бы непоследовательным пытаться заменить слово «бездokumentарные» (при полном нашем согласии с критикой его употребления) на «безбумажные»^[103], «бестелесные»^[104] или «безналичные»^[105] ценные бумаги во всем законодательном массиве, который составляет свыше 600 нормативных актов.

Другим достаточно удивительным с точки зрения гражданского права допущением можно считать *паи паевых инвестиционных фондов* – ценные бумаги, удостоверяющие не субъективные гражданские права, а доли в праве общей долевой собственности^[106], которые законодатель вопреки требованиям формальной логики не относит к числу эмиссионных ценных бумаг^[107]. Но в то же время они подчиняются общему режиму правового регулирования инвестиционных ценных бумаг и совершенно соответствуют им по своей экономической сути.

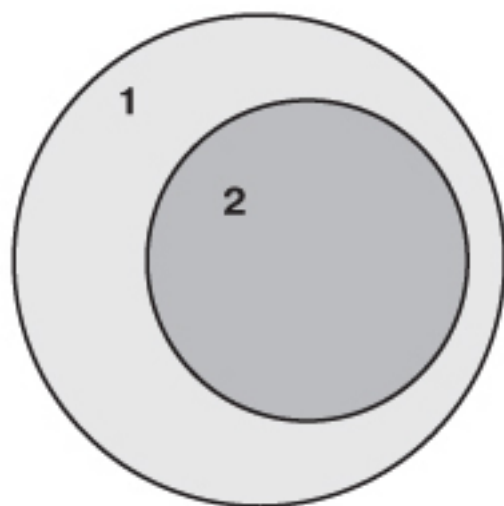
Допущения могут касаться не только нормативно-правового материала, но и *доктринальных разработок*. Так, А. В. Габов предлагает ввести в законодательство дихотомическое деление видов ценных бумаг на регулируемые и нерегулируемые^[108]. При этом он ни разу не указал на свое допущение: нерегулируемые ценные бумаги, если и существуют в реальных общественных отношениях (но только не в России, где действует принцип «номинативности»), не совпадают по объему с тем понятием «нерегулируемые ценные бумаги», которое вводит в оборот автор. И регулируемые, и нерегулируемые ценные бумаги, названные так для упрощения, все же урегулированы правом, но в разной степени.

В большинстве своем законодательные и доктринальные допущения в сфере правового регулирования ценных бумаг основываются на закономерностях, выявленных в существующих общественных экономических отношениях, т. е. носят эмпирический характер (например, «паи паевых инвестиционных фондов»). Однако встречаются и теоретические конструкции, воспринятые законодателем в качестве понятийной фикции (например, «бездokumentарные ценные бумаги»). В целом же можно сказать, что в ситуации, когда законодателю и лицам, реализующим и применяющим правовые нормы, понятны объем и содержание понятий, в отношении которых сделаны законодательные допущения, эти понятия не требуют дополнительных пояснений. Иным образом обстоит ситуация с понятием *рынка ценных бумаг*.

О. М. Родионова верно отмечает, что «материальное понимание предмета права предполагает его внеправовое определение, поэтому круг общественных отношений, регулируемых правом, может быть обозначен только исходя из социальных, экономических, политических факторов»^[109]. Само слово «**рынок**» побуждает нас сначала обратиться к его исходным экономическим признакам, а уже затем – к его правовой интерпретации.

Признаемся, что понимание рынка ценных бумаг в среде экономистов представляется нам во многом парадоксальным. Игнорируя общие правила соотношения части и целого, они делают **основополагающее экономическое допущение**: предположим, что понятием «рынок ценных бумаг» охватываются *не все* экономические отношения, складывающиеся по поводу рыночного обращения ценных бумаг как объектов гражданских прав. Иными словами, мы допускаем, что «*рынок ценных бумаг*» есть часть рынка ценных бумаг. Изобразим это допущение с помощью кругов Эйлера:

Для удобства рынок ценных бумаг, обозначенный номером «1», будем называть *сферой рыночного обращения ценных бумаг*. По объему и содержанию эти понятия совпадают.



1. Рынок ценных бумаг
2. Рынок ценных бумаг

С точки зрения экономической теории **рынок** традиционно понимается как «институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) отдельных товаров и услуг»^[110]. Спрос и предложение в том или ином объеме существуют *на все*^[111] виды ценных бумаг: акции, облигации, векселя, коносаменты, чеки, ипотечные закладные, депозитные и сберегательные сертификаты, производные ценные бумаги и т. д. Тем не менее законодатель начиная с 1996 г.^[112] стал различать **законодательство о сфере рыночного обращения ценных бумаг** и **законодательство о рынке ценных бумаг**. Второе согласно ст. 1 ФЗ «О рынке ценных бумаг» регулирует:

эмиссию бездокументарных ценных бумаг независимо от типа эмитента;

обращение эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента и иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами (паев паевых инвестиционных фондов и ипотечных сертификатов участия);

особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеров, дилеров, управляющих, регистраторов, депозитариев, до 01.01.2013 – клиринговых организаций, до 01.01.2014 – организаторов торгов).

Для сравнения приведем структуру рынка ценных бумаг стран – участниц ЕврАзЭС в зависимости от обращающихся на них объектов гражданских прав. Так, законодательство Российской Федерации к объектам рынка ценных бумаг относит эмиссионные ценные бумаги независимо от типа эмитента, а также иные ценные бумаги в случаях, предусмотренных федеральными законами, в частности паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия. Объектами казахстанского рынка ценных бумаг^[113] являются эмиссионные ценные бумаги различных эмитентов, производные ценные бумаги и иные финансовые инструменты. Объектами рынка ценных бумаг Кыргызской Республики являются: эмиссионные ценные бумаги и другие документы, которые законом или в установленном им порядке отнесены к числу таких ценных бумаг, а также производные ценные бумаги^[114]. Рынок ценных бумаг Республики Узбекистан включает акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, производные ценные бумаги и векселя^[115].

Как видим, законодатели существенно ограничили сферу правового регулирования рынка ценных бумаг по сравнению со сферой рыночного обращения ценных бумаг. Был ли этот прием законодательной техники согласован с терминологией экономических наук, несложно проверить, обратившись к источникам экономической мысли конца XX – начала XXI вв.^[116] Но прежде необходимо сделать еще два не относящихся к законодательным допущения: допустим, **понятие «фондовый рынок»** по объему и содержанию совпадает с законодательным

понятием «*рынок ценных бумаг*»^[117], а также допустим, что понятие «ценные бумаги, обращающиеся на фондовом рынке» равнозначно понятию «инвестиционные ценные бумаги».

Как ни странно, экономисты затрудняются дать определение рынку ценных бумаг. Например, Боровковы определяют его как сферу экономических отношений, связанных с выпуском и обращением не всех ценных бумаг, а только таких в *экономическом смысле* слова, а именно тех, «которые отвечают требованиям: обращаемости на рынке, доступности для гражданского оборота, стандартности и серийности, регулируемости и признания государством, ликвидности, рискованности, обязательности исполнения»^[118].

Я. М. Миркин трактует рынок ценных бумаг как сегмент денежного рынка и рынка капиталов (но как быть с рынком товарораспорядительных ценных бумаг?), который отличается от всех других рынков тем, что товар, который на нем обращается – ценные бумаги^[119].

Более развернутое понятие дает А. А. Мишарев: «Рынок ценных бумаг может быть определен как совокупность экономических отношений и обслуживающих эти отношения институтов, обеспечивающих мобилизацию свободных денежных ресурсов и превращение их в *инвестиции* путем выпуска особых финансовых инструментов – ценных бумаг»^[120]. Очевидно, что автор расширяет общепринятую трактовку *рынка ценных бумаг* до *сферы рыночного обращения ценных бумаг*, но допускает при этом ряд неточностей и ошибок.

Конечно, для полноты картины нужно сказать, что в экономической среде проводились исследования и *сферы рыночного обращения ценных бумаг*^[121], но у нас сложилось вполне обоснованное мнение о том, что согласованной позиции у их авторов по данному вопросу нет.

Мы полагаем, что отличительной особенностью *рынка ценных бумаг* по сравнению со сферой рыночного обращения всех ценных бумаг, которая не только позволила ему выделиться в специфический экономический институт, но и потребовала создания особого режима правового регулирования, является **характер общественных отношений на этом рынке**: они складываются между определенными субъектами по поводу обращения конкретных (*не всех*) видов ценных бумаг.

2. Объекты рынка ценных бумаг

Особенности объектов гражданских прав на рынке ценных бумаг связаны с их экономической природой.

Первым признаком этих бумаг является их высокая *ликвидность*, это означает, что на рынке ценных бумаг существует большое количество продавцов и покупателей, ежедневно формирующих спрос и предложение на них^[122]. С юридической точки зрения ликвидность обеспечивается посредством серийного выпуска стандартизованных ценных бумаг (в законодательной терминологии часть из них называются *эмиссионными*^[123]), а также возможностью обращения ценных бумаг на организованных (фондовых) торгах при посредстве профессиональных участников рынка. Здесь важно не столько фактическое нахождение ценных бумаг одного выпуска у большого числа продавцов и покупателей и простота совершения сделок с ними, сколько их *потенциальная возможность* быть рассредоточенными среди них. Указанное правило распространяется и на все остальные экономические признаки ценных бумаг. Те ценные бумаги, которые выпускаются в единственном экземпляре или не размещаются выпусками (сериями) и не имеют стандартизованного содержания, не удовлетворяют этому требованию и не могут быть рассмотрены как объекты рынка ценных бумаг.

Вторым микроэкономическим признаком, на наш взгляд, является *значение равновесной цены на ценную бумагу*, которая (цена), как правило, отличается от номинальной стоимости ценной бумаги (для акций и облигаций) или от стоимости ее приобретения (для всех иных инвестиционных бумаг). К примеру, одна акция второго выпуска ОАО «Газпром» номинальной стоимостью 5 руб., при закрытии биржи ММВБ 31 января 2014 г. имела равновесную цену

145 руб. 16 коп.^[124] В законодательстве отсутствуют какие-либо ограничения на формирование цены спроса и предложения на инвестиционные ценные бумаги, обращающиеся на биржевом и внебиржевом рынке ценных бумаг. Нередко именно рынок ценных бумаг приводят в пример экономисты, рассуждая о рынке, наиболее приближенном к идеальной модели *рынка совершенной конкуренции*^[125]. Вместе с тем такая свобода в формировании рынка и рыночной цены противопоставляется урегулированным правом правилам самой торговли: процедуре эмиссии ценных бумаг, допуска к торгам, клиринга, необходимости действовать через лицензированных профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеров, дилеров и т. д.).

Третий существенный, на наш взгляд, микроэкономический признак ценных бумаг, обращающихся на рынке ценных бумаг, – *эластичность спроса и предложения* на них как по цене, так и по неценовым факторам^[126]. Спрос и предложение на рынке ценных бумаг всегда эластичны (коэффициент эластичности больше единицы), они крайне чувствительны к изменению как цены, так и неценовых факторов, в особенности ожиданий сторон. С юридической точки зрения данные особенности ценных бумаг, обращающихся на рынке ценных бумаг, ничем иным, кроме рыночных механизмов, урегулированы быть не могут. В то же время государства, возбуждая дискуссию о пределах их вмешательства в экономику, предпринимают попытки законодательно ограничить совершение тех или иных сделок на рынке ценных бумаг в период макроэкономической нестабильности^[127].

Четвертый признак носит комплексный экономико-правовой характер и заключается в *возможности ценной бумаги быть обращающейся* на рынке ценных бумаг, т. е. в силу своих микроэкономических свойств (совокупности потребительских свойств, доходности, надежности (риска), ликвидности, равновесной цены и т. д.) и при условии прохождения определенных юридических процедур допуска к торгам (листинга) быть объектом торговли на фондовой бирже или на организованных небиржевых торгах.

Остальные объекты сферы обращения ценных бумаг не отвечают заданным требованиям: их равновесная цена равна или пропорциональна цене удостоверенных ценной бумагой гражданских прав и лишь в исключительных случаях может быть снижена или повышена, при этом спрос и предложение неэластичны или их эластичность равна нулю, а бумаги неликвидны (в классификации А. В. Габова – нерегулируемые), неспособны стать объектом гражданских прав, обращающимся на организованных торгах^[128].

Таким образом, в настоящее время **объектами рынка ценных бумаг являются** высоколиквидные «инвестиционные» ценные бумаги (эмиссионные и постэмиссионные), спрос и предложение на которые являются эластичными как по цене, так и по неценовым факторам, равновесная цена на которые не совпадает с их номинальной стоимостью (или стоимостью в момент приобретения), способные к обращению на фондовой бирже, *для которых законодательно установлен режим ценных бумаг, обращающихся на рынке ценных бумаг.*

К объектам гражданских прав с перечисленными экономическими свойствами сегодня относятся *обращающиеся* или *способные к обращению* на фондовой бирже:

акции;

облигации (в том числе государственные, муниципальные, биржевые и облигации Банка России, а с 1 июля 2014 г. – облигации специализированных обществ)^[129];

производные ценные бумаги (опцион эмитента, российские депозитарные расписки);

паи паевых инвестиционных фондов;

ипотечные сертификаты участия;

иностранные финансовые инструменты, квалифицированные в качестве ценных бумаг в порядке, установленном ст. 51¹ ФЗ «О рынке ценных бумаг», в том числе иностранные депозитарные расписки (ADR, GDR и др.).

Легально закрепленная в ст. 1 ФЗ «О рынке ценных бумаг» понятийная фикция предусматривает, что сфера правового регулирования рынка ценных бумаг касается эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента и иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами. Такую усложненную отсылочной нормой конструкцию можно упростить, признав, что паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия также являются эмиссионными ценными бумагами, либо ввести обобщенную категорию «регулируемых» (А. В. Габов) или «инвестиционных» (Г. Н. Шевченко, В. С. Белых, В. А. Белов) ценных бумаг.

3. Субъекты рынка ценных бумаг. Субъектный состав рынка ценных бумаг – следующий отличительный признак правоотношений на рынке ценных бумаг.

С точки зрения субъектного состава современный фондовый рынок характеризуется полисубъектностью; постепенным расширением круга субъектов; дифференциацией и переосмыслением концепции государственного регулирования правового статуса субъектов рынка ценных бумаг.

Легальное понятие «рынок ценных бумаг» в настоящее время не отвечает фактически сложившемуся кругу вовлеченных в данную сферу деятельности субъектов и требует расширения.

Прежде всего, из содержания ст. 1 ФЗ «О рынке ценных бумаг» можно сделать вывод, что правовое регулирование рынка ценных бумаг ограничивается вопросами создания и деятельности лишь его профессиональных участников, к которым относятся брокеры, дилеры, управляющие ценными бумагами, депозитарии (децентрализованные), регистраторы. Однако помимо профессиональных участников рынка ценных бумаг в число субъектов фондового рынка со специальным статусом также входят эмитенты, инвесторы, организаторы торгов (в т. ч. фондовые биржи), клиринговые организации, центральный контрагент, центральный депозитарий, регуляторы, специализированные депозитарии, управляющие компаниями паевых инвестиционных фондов, негосударственных инвестиционных фондов и ипотечным покрытием, «межрыночные»^[130] участники, обслуживающие рынок ценных бумаг.

Такой широкий круг субъектов сложился не сразу. Как уже было сказано, современный этап развития законодательства о рынке ценных бумаг характеризуется активной законотворческой деятельностью государства, направленной на совершенствование инфраструктуры рынка. В 2010–2013 гг. система законодательства, регулирующего деятельность рынка ценных бумаг претерпела значительные изменения в части определения статуса его субъектов. **ФЗ «О рынке ценных бумаг» постепенно утрачивает статус системообразующего закона в данной сфере:**

вопросы деятельности организаторов торгов (биржи) и клиринговых организаций, ранее поименованных как профессиональные участники рынка ценных бумаг, регламентируются отдельными федеральными законами «Об организованных торгах», «О клиринге и клиринговой деятельности»;

появляются новые институциональные участники рынка ценных бумаг: центральный контрагент, центральный депозитарий, деятельность которых также регулируется специальными федеральными законами «О клиринге и клиринговой деятельности», «О центральном депозитарии»;

происходит унификация правового регулирования профессиональных участников – депозитариев и специализированных депозитариев, управляющих ценными бумагами и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов и ипотечным покрытием (ФЗ «Об инвестиционных фондах», ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»).

В результате вместо концентрации основных положений об участниках фондового рынка в едином законе «О рынке ценных бумаг» **происходит дифференциация их правового регулирования** разрозненными законодательными актами межотраслевого значения

без должного внимания к соблюдению принципа единства режима правового регулирования рынка ценных бумаг. Такой подход законодателя следует признать ошибочным: единая сфера рынка ценных бумаг требует системного подхода к регулированию деятельности его участников. Без этого невозможно решить ряд концептуальных вопросов, в частности, о привлечении «долгосрочного национального инвестора»^[131] на этот рынок, создание его конкурентных преимуществ перед валютным рынком («ФОРЕКС»), а также иными конкурентами типа возродившейся в 2011 г. пирамиды «МММ-2011»^[132].

Анализ субъектного состава современного рынка ценных бумаг позволил предложить следующую классификацию его субъектов:

1) основные участники рынка ценных бумаг: эмитенты (частные, государственные, муниципальные; внутренние и иностранные); инвесторы (физические лица, юридические лица, в том числе институциональные (коллективные) инвесторы, квалифицированные инвесторы, органы государственной власти и органы местного самоуправления);

2) посредники на рынке ценных бумаг – профессиональные участники рынка ценных бумаг: лица, осуществляющие брокерскую деятельность; лица, осуществляющие дилерскую деятельность; лица, осуществляющие деятельность по управлению ценными бумагами;

3) «инфраструктурные»^[133] субъекты на рынке ценных бумаг:

3.1) профессиональные участники рынка ценных бумаг:

лица, осуществляющие деятельность по организации торгов – фондовые биржи (российские и иностранные), фондовые отделы валютных и товарных бирж, внебиржевые организаторы торговли (до 01.01.2014^[134]);

лица, осуществляющие клиринговую деятельность (до 01.01.2013^[135]);

лица, осуществляющие депозитарную деятельность (децентрализованно);

лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра, – регистраторы и привлеченные ими трансфер-агенты (другие регистраторы, депозитарии и брокеры);

финансовый консультант на рынке ценных бумаг (брокер или дилер).

3.2) институциональные субъекты на рынке ценных бумаг, не являющиеся его профессиональными участниками:

лица, осуществляющие клиринговую деятельность (с 01.01.2013);

центральный контрагент;

лица, осуществляющие деятельность по организации торгов – фондовые биржи (с 01.01.2014);

центральный депозитарий;

специализированные депозитарии;

лица, осуществляющие деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (в том числе, ипотечным покрытием).

4) «межрыночные» субъекты на рынке ценных бумаг, не являющиеся профессиональными участниками: рейтинговые агентства; информационные агентства; консультанты на рынке финансовых услуг; аудиторы и др.

Регуляторы на рынке ценных бумаг – государство, а также саморегулируемые организации.

В теории права субъекты классифицируются по-разному: индивидуальные и коллективные^[136]; субъекты, обладающие общей и специальной правосубъектностью; частные лица (физические и юридические), государственные и муниципальные органы и т. д.

Теория предпринимательского права акцентирует внимание на *субъектах предпринимательской деятельности* (индивидуальные предприниматели, коммерческие организации, некоммерческие организации, осуществляющие предпринимательскую деятельность,

поскольку это служит достижению цели, ради которых они созданы, коллективные образования, не обладающие статусом юридического лица) и *субъектах предпринимательского права*^[137], к которым относятся носители прав и обязанностей в области осуществления и регулирования предпринимательской деятельности, а именно: названные субъекты предпринимательской деятельности, публичные образования, государственные и муниципальные органы.

Все профессиональные участники рынка ценных бумаг, а также институциональные субъекты являются юридическими лицами – субъектами предпринимательской деятельности^[138] со специальной правосубъектностью, которая ограничена сферой фондового рынка (проанализирована в гл. 3 диссертации). «Межрыночные» субъекты в большинстве случаев обладают общей или специальной правоспособностью, но вправе совмещать деятельность на рынке ценных бумаг с иными видами деятельности, не связанными с этим рынком.

В сфере правового регулирования рынка ценных бумаг происходит не только расширение состава его участников. Осуществляются также качественные преобразования характера деятельности отдельных его субъектов. В частности, в 2007 г. в ФЗ «О рынке ценных бумаг» введена новая категория *квалифицированных инвесторов* (ст. 51²), к которым законодатель относит профессиональных участников рынка ценных бумаг, клиринговые организации, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды, управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, Банк России и др.; а также лиц, которые могут быть признаны брокером или управляющей компанией таковыми. Квалифицированным является или может быть признан инвестор, обладающий достаточным объемом знаний и опыта для принятия решений о вложении инвестиций в высокорисковые финансовые инструменты, в том числе ценные бумаги российских и иностранных инвесторов, а также производные финансовые инструменты. Как подчеркивает А. В. Габоу, «именно качество риска, а вернее, определенный позитивным правом повышенный уровень риска (или просто повышенный риск) и есть тот критерий, который отличает квалифицированных инвесторов от всех остальных»^[139].

Кроме того, в настоящий момент активно обсуждается вопрос о *правовом статусе инвестора – физического лица* на рынке ценных бумаг: носит ли деятельность этих лиц предпринимательский характер.

В доктринальных разработках под инвестором понимается «субъект, передающий имущество (инвестиции) в собственность другого лица с целью получения в будущем материальной выгоды (дохода), которая может быть создана в результате предпринимательской или иной деятельности получившего имущество субъекта (или связанных с ним третьих лиц), и не имеющий правовой возможности участвовать в процессе использования инвестиций и получения дохода»^[140].

С одной стороны, деятельность инвесторов, систематически приобретающих и продающих ценные бумаги, в том числе на фондовой бирже, с целью извлечения прибыли, соответствует признакам предпринимательской деятельности, закрепленным в ст. 2 ГК РФ. С другой – она минимизирует шансы достижения цели привлечь долгосрочного инвестора: если для приобретения и последующей продажи ценных бумаг каждому физическому лицу потребуются зарегистрироваться в качестве индивидуального предпринимателя под риском несения административной или даже уголовной ответственности, а также доначисления налогов, число инвесторов – физических лиц сократится в разы. А. В. Майфат утверждает, что «инвестор выступает в обороте в качестве субъекта с особым правовым статусом, занимая промежуточное положение между субъектами, осуществляющими предпринимательскую деятельность, и «обычными» физическими лицами»^[141].

Действительно, согласно п. 1 Указа Президента РФ от 4 ноября 1994 г. № 2063 «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации» купля-продажа ценных бумаг является предпринимательской деятельностью, однако ее вправе осуществлять исключительно профессиональные участники на основании лицензий, выдаваемых в порядке, определяемом действующим законодательством Российской Федерации^[142]. Позднее в ч. 1 ст. 12 ФЗ «О рынке ценных бумаг» было установлено, что участниками торгов на фондовой бирже могут быть только брокеры, дилеры, управляющие, лица, осуществляющие функции центрального контрагента, и Центральный банк Российской Федерации. Иные лица могут совершать операции на фондовой бирже *исключительно при посредничестве брокеров*, являющихся участниками торгов. В силу ч. 1 ст. 16 ФЗ «Об организованных торгах»^[143], с января 2013 г. к участию в организованных торгах ценными бумагами могут быть допущены также управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов.

Таким образом, инвестор на организованном фондовом рынке (но не в сфере рыночного обращения всех ценных бумаг) не осуществляет предпринимательскую деятельность, поскольку лично не совершает сделки по купле и продаже ценных бумаг, а действует через институционального посредника – брокера или управляющую компанию. При этом если деятельность по покупке или продаже ценных бумаг на неорганизованном рынке без участия посредника – профессионального участника ценных бумаг носит не постоянный и не систематический характер, то заниматься ею могут физические лица, также не имеющие статуса индивидуального предпринимателя.

Специфической категорией инвесторов являются так называемые *институциональные инвесторы*. Это понятие также весьма условное, ни в законодательстве, ни в литературе не устоявшееся. В такой ситуации удобнее просто перечислить экономические институты, которые данным понятием охватываются. Это акционерные инвестиционные фонды, паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды и иные финансовые институты^[144], **основной функцией которых является перераспределение рисков принятия хозяйственных решений**. В общем виде экономический смысл сказанного можно выразить следующей схемой: индивидуальный инвестор, например, по договору доверительного управления перекладывает риск принятия хозяйственных решений (в отношении покупки и продажи ценных бумаг) на институционального инвестора, обладающего опытным и квалифицированным штатом работников, осуществляющих на профессиональной основе управление ценными бумагами.

Очевидно, что экономическое понятие «институциональный инвестор» и юридическое понятие «квалифицированный инвестор» пересекаются. При этом происходит «утроение» выполняемой институциональным инвестором функции на рынке ценных бумаг. В частности, инвестиционные фонды, во-первых, являются инвесторами, вкладывающими средства в ценные бумаги; во-вторых, выступают эмитентами, выпускающими эмиссионные (акции) и пост-эмиссионные (инвестиционный пай) ценные бумаги, привлекая тем самым средства иных лиц; в-третьих, по своей сущности они относятся к числу профессиональных участников рынка ценных бумаг^[145].

Квалифицированные инвесторы являются субъектами предпринимательской деятельности и относятся ко второй группе субъектов рынка ценных бумаг.

В целом, предмет правового регулирования рынка ценных бумаг включает в себя объекты и субъекты, регулирование которых осуществляется не только и не столько ФЗ «О рынке ценных бумаг» (см. таблицу 1).

Таблица 1.

Сфера правового регулирования рынка ценных бумаг

Сфера правового регулирования РЦБ	Урегулировано ФЗ «О рынке ценных бумаг»	Урегулировано и
		Предмет регулирования
1. Объекты гражданских прав		
1.1. Акции	Эмиссия, обращение	Эмиссия, обращение, содержание прав, удостоверенных ценной бумагой
1.2. Корпоративные облигации (в т. ч. биржевые облигации, облигации Банка России и облигации специализированных обществ)		
1.3. Государственные и муниципальные ценные бумаги (государственные облигации)	Обращение	Эмиссия, обращение, содержание прав, удостоверенных ценной бумагой

2. Субъекты		
2.1. Брокер	Профессиональные участники рынка ценных бумаг	Дополнительные требования
2.2. Дилер		
2.3. Управляющий ценными бумагами		Дополнительные требования
2.4. Депозитарий		
2.5. Регистратор		Дополнительные требования
2.6. Трансфер-агент		
2.7. Клиринговая организация	С 1 января 2013 г. не является профессиональным участником рынка ценных бумаг	Требования к созданию и деятельности
2.8. Центральный контрагент		
2.9. Центральный депозитарий	Не является профессиональным	Требования к созданию и

Изложенное позволяет **выдвинуть гипотезу о расширении пределов предмета правового регулирования рынка ценных бумаг**. Мы полагаем, что существенными отличиями обладают общественные отношения на этом рынке: они складываются между определенными субъектами по поводу обращения конкретных (*не всех*) видов ценных бумаг и производных финансовых инструментов. *Границы предмета правового регулирования рынка ценных бумаг* могут и должны быть расширены до сферы возникновения, обращения и прекращения инвестиционных бездокументарных именных ценных бумаг, (включая акции, облигации, опционы эмитента, российские депозитарные расписки, паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия) с участием эмитентов, инвесторов (индивидуальных и коллективных), лиц, осуществляющих регулируемые виды деятельности на рынке ценных бумаг (профессиональные участники рынка ценных бумаг, организаторы торгов, клиринговые организации и центральный контрагент, центральный депозитарий, специализированный депозитарий, управляющая компания паевым инвестиционным фондом, управляющая компания ипотечным покрытием и др.), а также отдельных «межрыночных» участников (рейтинговые агентства, аудиторы и др.) на организованном и неорганизованном рынке ценных бумаг.

§ 3. Режим правового регулирования рынка ценных бумаг

Задача, поставленная в данном параграфе – определение основных начал и особенностей правового регулирования рынка ценных бумаг в России. Для решения поставленной задачи, по нашему мнению, должно быть использовано разработанное в теории права понятие **«режим правового регулирования»** как «порядок регулирования, который выражен в многообразном *комплексе правовых средств*, характеризующих *особое сочетание* взаимодействующих между собой дозволений и запретов (а также позитивных обязываний) и создающих особую направленность регулирования»^[146]. «Каждый правовой режим, – пишет С. С. Алексеев, – есть все же именно “режим”, и его понятие несет в себе основные смысловые оттенки этого слова, в том числе и то, что правовой режим выражает степень жесткости юридического регулирования, наличие известных ограничений и льгот, допустимый уровень активности субъектов, пределы их правовой самостоятельности»^[147].

Специфический режим правового регулирования рынка ценных бумаг складывался на протяжении многих лет. В настоящее время его формирование обусловлено двумя блоками задач, которые должны быть решены регуляторами рынка:

1) обеспечение баланса государственного регулирования и саморегулирования (концептуальный блок);

2) достижение оптимального сочетания (конвергенции) частноправовых и публично-правовых средств правового регулирования (инструментальный блок).

1. Сочетание государственного регулирования и саморегулирования как концептуальная основа режима правового регулирования рынка ценных бумаг.

Законодательство Российской Федерации не содержит единого понятия государственного регулирования экономики и рынка ценных бумаг. В литературе сформулировано множество подходов к его определению: как «системы мер»^[148], как «воздействия»^[149], как «управленческой деятельности государства»^[150]. По нашему мнению, понятия «государственное воздействие», «государственное регулирование» и «государственное управление» соотносятся как род, вид и подвид и характеризуют прежде всего **деятельность** уполномоченных органов.

В. С. Белых отмечает, что государственное регулирование предпринимательской деятельности представляет собой «управленческую деятельность государства в лице соответствующих уполномоченных органов, направленную на упорядочение экономических отношений, в том числе в сфере предпринимательства, путем государственной поддержки и защиты публичных и частных интересов участников этих отношений, а также государственного контроля за соблюдением требований законодательства субъектами такой деятельности»^[151]. И мы в полной мере согласны с данным определением.

Вопрос о необходимости государственного регулирования экономических, рыночных отношений в XX в. подробно был исследован представителями экономических наук. В ситуации стагнации экономики Дж. Кейнс, споря с представителями либерального направления экономической науки А. Смитом, Д. Рикардо, Дж. С. Миллем, А. Маршаллом, А. Пигу, которые отстаивали самодостаточность рыночного регулирования, обосновал необходимость масштабного государственного регулирования экономики^[152]. В результате долгих дискуссий, опираясь на опыт развития экономических систем мира, экономисты и юристы однозначно констатируют: государственное регулирование экономики в современном мире неизбежно. Однако при определении оснований введения государственного регулирования в сферу тех или иных общественных отношений, ни юристы, ни экономисты не пришли к единому мнению.

С экономической точки зрения государственное вмешательство в рыночный механизм оправданно лишь в случае «фиаско» рынка, т. е. когда рыночный механизм саморегулирования доказывает свою неспособность разрешить те или иные социально-экономические проблемы. Рыночной экономике свойственна **цикличность развития**, характерными чертами которой являются подъемы и спады производства, спроса и предложения, всплески инфляции и т. п.^[153] В таких условиях задачей государства становится устранение юридическими средствами **объективно присущих рынку недостатков (несостоятельности)**^[154].

Юристы, в свою очередь, предлагают подвергать государственному регулированию только «жизненные **ситуации, требующие права**»^[155].

В настоящее время приходится признать, что основным мотивом участия государства в регулировании тех или иных социально-экономических отношений выступают обычно *конкретные события объективной действительности*. Стагнация, рост инфляции и падение темпов экономического роста, экономические кризисы (например, мировой финансовый кризис 2008 г.) и иные объективные экономические события – вот причины активизации современной государственной деятельности по регулированию общественных отношений.

Государственное регулирование выступает своего рода чашей весов, с противоположной стороны которых находится чаша рыночного саморегулирования. Благосостояние общества в целом достигается тогда, когда весы находятся в равновесии. Эта незамысловатая аллегория помогает нам понимать: в случае устойчивого, «легкого», развития рыночной экономики чаша саморегулирования находится сверху и для повышения эффективности экономики в целом достаточно лишь ослабления чаши государственного регулирования (рынок справляется сам); в случае же слабости рыночной системы, ее отягощения негативными явлениями (инфляция, безработица, коррупция, криминогенная ситуация) чаша рынка опускается вниз, и мы вынуждены «усиливать» чашу государственного регулирования новыми элементами, в том числе средствами правового регулирования^[156].

Пределы государственного вмешательства в регулирование рынка ценных бумаг помимо необходимости в ситуационном регулировании («ad hoc»), основанном на сформулированном Конституционным судом принципе соразмерности в правовом регулировании^[157], определяются разработанными в международной практике и национальной правовой системе принципами государственного регулирования фондового рынка^[158].

В мировой практике сложились две базовые **концепции регулирования рынка**: основанная на приоритете государственного регулирования с передачей небольшой части полномочий саморегулируемым организациям концепция **«rule-based»** (прототип – США) и основанная на главенствующей роли саморегулирования, которое в исключительных случаях корректируется органами государственной власти, концепция **«principle-based»** (принята в Великобритании)^[159]. В свою очередь, первая концепция может быть основана на существовании единого мегарегулятора (США, Германия) либо на разделении полномочий по регулированию между несколькими органами государственной власти (Австралия).

Зависит ли выбор модели регулирования от особенностей экономических моделей рынка ценных бумаг? В литературе предлагается несколько вариантов классификации мировых фондовых рынков. Наиболее упрощенно в юридической литературе рынки принято делить на **континентальные и англосаксонские**^[160], что, по нашему мнению, не совсем верно. Правоведению известны две одноименные правовые системы, которые хотя и являются надстроечными по отношению к экономическим реалиям, однако не могут достоверно свидетельствовать об идентичности рынков (это неправильный логический вывод). Более достоверной, по нашему мнению, является теория Б. М. Ческидова. В ее основу положена экономическая категория **«достаточность капитала»** как отражение хозяйственного состояния страны, при котором

в непрерывном функционировании экономики на протяжении длительного времени наличествующие денежные ресурсы нормальны (достаточны) (Швеция, Австралия, Нидерланды), избыточны (США, Канада), абсолютно недостаточны (Италия, Россия) или относительно недостаточны (Англия, Германия)^[161]. Представляется, что именно уровень достаточности капитала предопределяет не только развитость рыночных механизмов, но и их «зрелость», способность самостоятельно регулировать происходящие на рынке процессы. То есть чем выше достаточность (избыточность) капитала, тем большее количество полномочий по регулированию рынка могут быть переданы на условиях «principle-based» саморегулируемым организациям. Поскольку же сегодня российская модель – это модель абсолютно недостаточного капитала, саморегулирование российского рынка может на данной стадии существовать только в качестве дополнения к государственному регулированию.

Современный российский законодатель находится в стадии поиска оптимального сочетания государственного регулирования и саморегулирования фондового рынка, однако ведущую роль играет государственное регулирование мегарегулятором – Банком России (до 1 сентября 2013 г. имело место фрагментарное регулирование с разделением регулятивных полномочий между Федеральной службой по финансовым рынкам^[162] (далее – ФСФР), Министерством финансов^[163] и Центральным банком России^[164]).

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России основывается (кроме национального) на международном опыте. С целью выработки единых стандартов на рынках ценных бумаг, анализа и обобщения опыта работы на различных национальных рынках ценных бумаг в мире созданы **международные организации**: Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO^[165]); Европейское агентство по ценным бумагам и рынкам (ESMA^[166], до 1 января 2011 г. – Комитет европейских регуляторов рынков ценных бумаг (CESR)); Ассоциация участников международных фондовых рынков (ГСМА^[167]); Международная ассоциация свопов и деривативов (ISDA^[168]) и др.

Международная организация комиссий по ценным бумагам занимается разработкой стандартов регулирования национальных фондовых рынков. Документ **«Цели и принципы регулирования рынков ценных бумаг»** (IOSCO Principles), изданный в 1998 г. и неоднократно перерабатываемый, является основой для регулирования национальных фондовых рынков в 114 странах мира, включая Россию.

IOSCO выделяет следующие *три цели* регулирования рынка ценных бумаг: защита прав инвесторов; обеспечение справедливой, эффективной и прозрачной торговли на фондовом рынке; снижение системных рисков^[169].

Данные три цели организация предлагает достичь посредством соблюдения 38 принципов регулирования рынка ценных бумаг^[170], объединенных в десять групп, касающихся регулятора (А); саморегулирования (В); осуществления регулирования ценных бумаг (С); сотрудничества в регулировании (D); эмитентов (Е); аудиторов, рейтинговых агентств и других лиц, оказывающих информационные услуги (F); коллективных инвестиционных схем (G); рыночных посредников (H); вторичного рынка (I); клиринга и расчетов (J).

В марте 2013 г. Правительство РФ приняло решение об интеграции ФСФР в Центральный банк России с целью создания мегарегулятора на финансовых рынках, в том числе на рынке ценных бумаг^[171]. Несмотря на то, что создание мегарегулятора финансовых рынков есть безусловно положительный процесс, призванный преодолеть фрагментарность регулирования и проблемы регуляторного арбитража, с административно-правовой точки зрения предложенное перераспределение регулятивных и надзорных функций вызывает много вопросов. Глава Национальной ассоциации участников фондового рынка А. Тимофеев^[172] обозначил проблемы, которые при этом возникнут:

риск распространения жестких регулятивных подходов к банковскому сектору на сектор фондового рынка, требующего гибкости в регулировании;

противоречие основной задачи Центрального банка – обеспечивать стабильность национальной валюты и развитие прямого конкурента фондового рынка – банковской системы и вновь передаваемых Центральному банку полномочий по развитию рынка ценных бумаг;

возникновение уникального в истории административного регулирования конфликта интересов в связи с передачей Центральному банку полномочий ФСФР в сфере регулирования и надзора за рынком ценных бумаг. Банк будет выступать одновременно регулятором рынка, контролирующим органом, его участником, собственником инфраструктуры и крупнейшим игроком.

Кроме того, сосредоточение внимания на создании мегарегулятора рынка в очередной раз отодвигает на второй план решение вопроса о расширении полномочий саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг.

В настоящее время, по данным Банка России^[173], в России действуют семь саморегулируемых организаций, в том числе Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР)^[174], Профессиональная Ассоциация Регистраторов, Трансфер-Агентов и Депозитариев (ПАРТАД)^[175], Национальная фондовая ассоциация (НФА)^[176] и др.

О. Н. Максимович определяет **саморегулирование** как «проявление гражданско-правовой диспозитивности, в рамках которой субъект гражданского права может не только по своему усмотрению участвовать в правореализационных процедурах, но и в определенных пределах создавать правила поведения, т. е. осуществлять гражданско-правовое саморегулирование»^[177]. По нашему мнению, саморегулирование на рынке ценных бумаг не ограничивается частноправовыми средствами воздействия, оно включает в себя также полномочия по регулированию и контролю за предпринимательской деятельностью членов рынка, более характерные для вертикальных властных правоотношений^[178].

Зачастую саморегулирование противопоставляется государственному регулированию, как отражение противопоставления частных и публичных интересов в сфере рынка ценных бумаг, в то время как в действительности оно, по нашему мнению, является неотъемлемой частью единого режима правового регулирования рынка ценных бумаг, взаимодополняющим институционализированным средством воздействия на его участников, «осуществляющим внутрисистемное регулирование»^[179].

2. Сочетание частноправовых и публично-правовых средств регулирования как инструментальная база режима правового регулирования.

Режим правового регулирования рынка ценных бумаг базируется на конвергенции частноправового и публично-правового начал.

Деление интересов на публичные и частные, предложенное еще римлянами^[180], породило масштабное деление права на отрасли публичного и отрасли частного права, возродившееся в российской правовой системе в конце XX столетия. В настоящее время в литературе сформировалось несколько подходов к определению критериев деления права на публичное и частное, систематизированы В. С. Белых: теория интереса, теория предмета правового регулирования, теория метода правового регулирования, теория субъектного состава, теория совокупности критериев^[181].

Юридическую основу такого дуализма В. Ф. Яковлев видит в исходных положениях Конституции РФ, которая, с одной стороны, является основным источником публичного права, с другой – фиксирует фундаментальные положения о правах и свободах человека, являющихся наивысшей ценностью^[182]. При этом современные исследователи признают отсутствие «чистого» деления права на публичное и частное, поскольку «далеко не все нормы частного

права диспозитивны (не говоря о том, что и сами диспозитивные нормы права тоже остаются общеобязательными и в этом смысле принудительными правилами поведения)»^[183].

Варианты соотношения и моделей взаимодействия публично- и частноправовых начал приводит В. А. Бублик: «сотрудничество» частноправовых форм; внедрение частноправовых начал в публично-правовую материю; замена частноправового регулирования в максимальном объеме публично-правовым; конкретное воздействие публичных начал на гражданско-правовые формы; выполнение частноправовыми и публичными началами равных функций в процессе гражданско-правового регулирования; публичный акт как основание для возникновения или прекращения гражданских правоотношений; выполнение частноправовыми формами публичных функций; «встраивание» в частноправовое регулирование отдельных элементов публично-правового воздействия^[184].

В любом случае «сквозь призму публичных и частных начал может быть рассмотрена всякая проблема, имеющая юридический характер и экономическое содержание»^[185]. Как отмечает Г. Ф. Ручкина, «частноправовой аспект предпринимательской деятельности должен в разумных пределах дополняться регулированием нормами публичного права в целях создания условий, которые обеспечивали бы эффективное развитие предпринимательской деятельности, учитывали и защищали интересы общества и государства»^[186]. Поскольку «государственное регулирование реализуется именно в вертикальных предпринимательских отношениях, направлено на горизонтальные предпринимательские отношения и в определенной степени воздействует на внутривладельческие отношения (в основном с помощью метода рекомендаций)»^[187], речь должна идти о системном объединении частноправовых и публично-правовых начал в отношении хозяйственной деятельности, в том числе на рынке ценных бумаг.

В совокупности частноправовые и публично-правовые начала в правовом регулировании рынка ценных бумаг воплощаются в **средствах, методах, формах, механизмах, режимах государственного регулирования**. В литературе отсутствует системный подход к их разграничению. Одни авторы выделяют формы и методы, средства регулирования, механизм, другие считают, что речь идет чаще всего об одном и том же, и особого различия между названными терминами нет.

По мнению С. С. Алексеева, *метод правового регулирования* представляет собой прием юридического воздействия, сочетание приемов, характеризующий использование того или иного комплекса юридического инструментария^[188]. Традиционно выделяют отраслевые методы правового регулирования (гражданско-правовой, административно-правовой и т. п.); либо метод субординации (централизованное, императивное регулирование) и метод координации (децентрализованное, диспозитивное регулирование). То, посредством чего проявляется метод регулирования, принято называть *юридическим (правовым) средством регулирования* («инструмент, способ государственного воздействия»^[189]).

Представляется, что публично-правовые и частноправовые начала в правовом регулировании рынка ценных бумаг находят непосредственное выражение именно в **средствах правового регулирования**. Как верно подчеркивает В. С. Белых, понятие «средства правового регулирования» имеет в доктринальных исследованиях различные объем и содержание (или, как он их называет, «уровни»): «первый охватывает нормы права, индивидуальные правовые акты; второй связан со стадией реализации права; третий... непосредственно связан с реализацией и применением права»^[190]. Средства правового регулирования рынка ценных бумаг также распадаются по уровням. На первом уровне это нормы права. На втором – правоотношения частноправового или публично-правового характера, как то: договорные правоотношения, правоотношения гражданской ответственности, правоотношения по лицензированию

профессиональных участников рынка ценных бумаг и т. д. На третьем – средства реализации и применения права.

Из сказанного следует, что правовое средство выступает элементом и метода, и механизма, и режима правового регулирования, что еще раз подчеркивает его *инструментальное* значение^[191]. При этом сами по себе, вне связи друг с другом правовые средства не представляют интереса для исследователя, изучающего экономико-правовой институт в целом.

Правовое регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем воздействия на субъекты и объекты рынка ценных бумаг, а также на деятельность, операции и действия, совершаемые субъектами на рынке ценных бумаг^[192] с помощью частноправовых и публично-правовых средств. Представляется, что дальнейшее исследование не может быть продолжено без научно обоснованной классификации этих средств.

Рассмотрим **классификацию частноправовых средств** правового регулирования рынка ценных бумаг. Все эти средства относятся к гражданско-правовым, следовательно, на них в полной мере распространяется гражданско-правовой режим, направленный на упорядочивание имущественных и личных неимущественных отношений, основанных на равенстве, автономии воли и имущественной самостоятельности участников, регулятивными и охранительными средствами^[193].

Б. И. Пугинский еще в конце XX в. предложил до сих пор не утратившую свою актуальность классификацию гражданско-правовых средств на пять групп: 1) договор и договорное обязательство, 2) меры имущественной ответственности, способы защиты гражданских прав, меры оперативного воздействия, меры имущественного обеспечения обязательств; 3) отдельные средства вспомогательного характера (вина, презумпции, юридические фикции); 4) средства, регулирующие допуск организаций в число участников гражданского оборота; 5) средства, регулирующие степень (объем) участия лиц в гражданско-правовой деятельности^[194]. По нашему мнению, данная классификация должна быть дополнена еще одним видом – средства, определяющие статику правоотношений. Как утверждает М. М. Валеев, «во всяком режиме приоритет принадлежит абсолютно-правовой составляющей, служащей постоянной основой режима, тогда как обязательственно-правовой компонент играет вспомогательную роль, исполняя задачу трансформации режима посредством обременения или передачи абсолютного права»^[195].

Классифицировать средства публично-правового регулирования – более сложная задача, поскольку сфера публичного права распадается на большое количество отраслей права – административное, налоговое, уголовное, процессуальное и т. д. О. Е. Землянов обосновывает тезис о том, что «метод публично-правового регулирования как обобщающая теоретическая характеристика качественной особенностей правовых средств, применяемых государством для регулирования общественных отношений с участием публичных субъектов, не должен рассматриваться в отраслевых характеристиках»^[196].

Согласно ст. 38 ФЗ «О рынке ценных бумаг» основами государственного регулирования рынка ценных бумаг являются: установление обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов; государственная регистрация выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них; лицензирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг; создание системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг; запрещение и пресечение деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

В целом данные основы в большей степени представляют собой средства правового регулирования, отражающие **прямые методы государственного регулирования**. Напомним: традиционно экономисты и юристы выделяют прямые (часто называемые административными) и косвенные (экономические) методы государственного регулирования экономики. Административные методы ограничивают экономическую свободу, а экономические – расширяют свободу выбора, при этом «безусловно, преобладающими являются косвенные регуляторы, которые органично вписываются в рыночную систему»^[197].

На наш взгляд, более правильно вслед за В. С. Белых последовательно разграничивать экономические понятия «прямые методы» и «косвенные методы», а также юридические понятия «средства публично-правового воздействия на экономику» и «средства частноправового регулирования экономики». При этом будут использоваться единые критерии: характер воздействия (прямое или косвенное), отраслевая принадлежность (публично-правовое или частноправовое воздействие)^[198], а публично-правовое регулирование будет включать как прямые, так и косвенные средства регулирования.

Здесь очень важно отметить следующее. Когда мы говорим о **гармоничном сочетании частноправовых и публично-правовых средств в правовом регулировании рынка ценных бумаг**, то заранее упускаем из виду те частноправовые и публично-правовые институты, которые не оказывают специфического воздействия на конкретную сферу фондового рынка и применяются ко всяким правоотношениям. Например, мы не рассматриваем общие условия гражданской правоспособности физических и юридических лиц, публично-правовую обязанность платить законно установленные налоги, публичный запрет на совершение преступлений, особенности установления административной ответственности, императивные требования земельного, трудового, антимонопольного и иных отраслей законодательства. Анализируя частноправовые и публично-правовые средства как элементы правового регулирования рынка ценных бумаг, мы касаемся только тех из них, которые, взаимодействуя между собой, порождают *особый режим правового регулирования фондового рынка в форме конвергенции*^[199] частных и публичных начал, а именно:

1) частноправовые средства правового регулирования рынка ценных бумаг: юридические факты возникновения прав на инвестиционные бездокументарные ценные бумаги; договорные средства на рынке ценных бумаг; гражданско-правовые меры оперативного воздействия и ответственность как способы защиты гражданских прав на рынке ценных бумаг.

2) публично-правовые средства: нормативное регулирование в форме установления запретов и ограничений; легализация в форме регистрации юридических лиц; разрешение споров; привлечение виновных лиц к административной, уголовной ответственности; пруденциальное регулирование и пруденциальный надзор на рынке ценных бумаг.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.