**Ценные бумаги**

Рынок ценных бумаг является сферой отношений, бурно развивающейся последние несколько лет. Это относится не только к появлению новых финансовых инструментов, новых сегментов инфраструктуры рынка, но и к многочисленным попыткам их законодательного регулирования.

То огромное количество нормативных актов, которое является результатом гражданско-правовых отношений "оперативного" правового регулирования, зачастую базируется не на основополагающих нормах гражданского законодательства, а на ведомственной точке зрения. Именно нормы Гражданского кодекса должны стать фундаментом, основой правового регулирования этой сферы отношений. От понимания этих норм во многом зависят не только отношения, складывающиеся между участниками рынка ценных бумаг, но и будущая судебная практика.

**Природа и признаки ценных бумаг**

**Двойственность ценных бумаг**

Любую ценную бумагу как специфический инструмент правового регулирования можно рассматривать в двух аспектах. Во-первых, как инструмент оформления каких-либо отношений, в основном обязательственных. (Для российского рынка ценных бумаг обращение ценных бумаг с вещно-правовым содержанием не является актуальным.) Виды этих прав могут быть самыми различными. Таким образом, всегда можно говорить о правах, удостоверенных ценной бумагой. Кроме того, ценная бумага является имуществом (объектом вещных прав), а также различных договоров. При этом можно говорить о правах "на" ценную бумагу, понимая под этим термином право собственности или иное вещное право. Любая ценная бумага характеризуется тесной и неразрывной связью между правами на ценную бумагу и правами из бумаги. Это, в частности, проявляется в классическом определении ценной бумаги, устанавливающем возможность осуществления права из ценной бумаги только в случае предъявления подлинника документа -

ценной бумаги. В настоящее время в связи с развитием безналичных ценных бумаг можно говорить о некоторой модификации этого определения. Однако та связь, которая устанавливает возможность осуществления прав из ценной бумаги в зависимости от обладания правами на ценную бумагу, должна существовать при любой форме выпуска. Это является одной из характеристик ценных бумаг, позволяющих отличить этот инструмент от имущественных прав, возникающих из договоров. С этой точки зрения многие так называемые суррогатные ценные бумаги типа купчих на акции являются именно подтверждением каких-либо договорных отношений и не приобретают самостоятельного, оторванного от этих отношений значения, то есть любая ценная бумага удостоверяет имущественное право, но не любое имущественное право удостоверяется ценной бумагой.

**Признаки ценных бумаг**

Для того чтобы отграничить ценные бумаги от суррогатов, получивших в последнее время широкое распространение, а также для того, чтобы разграничить обычные имущественные гражданские права, возникающие, например, из договоров, от такого инструмента, как ценные бумаги, необходимо выделить совокупность признаков, характеризующих тот или иной инструмент как ценные бумаги.

Прежде всего, как следует из определения ценной бумаги (ст. 142 ГК РФ), ценная бумага удостоверяет имущественное право.

К сожалению, оперативность правового регулирования

гражданско-правовых отношений, например, указами Президента или нормативными актами министерств и ведомств зачастую оборачивается появлением таких инструментов, которые не обладают указанным признаком и могут быть с юридической точки зрения отнесены к числу суррогатных ценных бумаг. В данном случае в качестве примера можно привести жилищный сертификат. Одно из прав, которое имеет владелец жилищного сертификата, - это право на заключение договора купли-продажи квартиры. Не вдаваясь в целесообразность введения такого инструмента в гражданский оборот, хотелось бы отметить, что жилищный сертификат в том виде, в каком он регулируется Положением о жилищных сертификатах, с юридической точки зрения превращен в фикцию. Например, реализация права на заключение договора купли-продажи квартиры держателем жилищного сертификата возможна только при условии приобретения определенного количества жилищных сертификатов. Отдельный сертификат не предоставляет такого права. В качестве другого примера можно привести казначейские обязательства, которые названы ценной бумагой только в нормативном акте Министерства финансов РФ. Одно из прав, которое может реализовать держатель КО, - это право на получение так называемого налогового освобождения. Кроме того, такая налоговая льгота не основана на налоговом законодательстве, само по себе право на получение указанного налогового освобождения вряд ли можно отнести к числу имущественных гражданских прав. В данном случае речь идет, по сути, о взаимозачете обязательств, регулируемых разными отраслями

законодательства, одно из которых - задолженность перед федеральным бюджетом - предметом регулирования гражданского законодательства не является. Такие инструменты можно назвать "узаконенными суррогатами". От ценных бумаг необходимо отличать также так называемые легитимационные знаки. Почтовые марки, проездные билеты, театральные билеты, иные легитимационные знаки к ценным бумагам не относятся. Такого рода инструменты, даже воплощая в себе имущественное право, как правило, неполно и неточно фиксируют обязательство, содержащееся в указанном инструменте, не определяют предмет обязательства.

Вторым признаком, характеризующим тот или иной инструмент как ценную бумагу, является формальный признак: ценная бумага должна быть названа в качестве таковой либо в Гражданском кодексе, либо, как предусмотрено ст. 143 ГК РФ, отнесена законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке к числу ценных бумаг. Представляется, что действовавшая ранее норма Основ гражданского законодательства была более формализована, поскольку тот или иной инструмент мог быть отнесен к числу ценных бумаг в случае указания на это в законе, Указе Президента или постановлении Правительства.

Принятый в третьем чтении проект Закона РФ "О рынке ценных бумаг" квалификацию ценных бумаг относит к компетенции Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку. При этом, однако, не определена процедура принятия таких решений. Представляется очевидным, что такое решение должно приниматься не индивидуально-правовым, а нормативным актом. К сожалению, таких гарантий нет. Кроме того, такое положение закона даст новый толчок в развитии ведомственного нормотворчества. В настоящее время некоторые ценные бумаги, например золотые сертификаты, жилищные сертификаты, признаны ценными бумагами на основании соответственно постановления Правительства РФ от 25 сентября 1993 г. N 980 и Указа Президента РФ от 10 июня 1994 г. N 1182. ГК РФ не относит указанные инструменты к числу ценных бумаг. Закон, регулирующий рынок ценных бумаг, также еще не принят. В связи с этим возникает вопрос о том, могут ли указанные инструменты рассматриваться в качестве ценных бумаг. Представляется, что ответ должен быть положительным, поскольку в ч. 2 ст. 4 Закона РФ "О введении в действие части первой Гражданского кодекса Российской Федерации" установлено, что изданные до введения в действие части первой кодекса нормативные акты Президента Российской Федерации, Правительства Российской Федерации по вопросам, которые согласно части первой кодекса могут регулироваться только федеральными законами, действуют впредь до введения в действие соответствующих законов.

Третий признак, необходимый для отнесения определенных инструментов к числу ценных бумаг, в настоящее время является наиболее актуальным и спорным. Выделение этого признака стало возможным в связи с развитием системы безналичных ценных бумаг в Российской Федерации, а также в связи с их признанием в ГК РФ. Он может быть обозначен как установленный законом способ фиксации прав, приравниваемый к ценной бумаге. Ст. 149 ГК РФ однозначно устанавливает, что к форме фиксации прав применяются правила о ценных бумагах, если иное не вытекает из особенностей фиксации. Таким образом, не только документ, удостоверяющий определенные имущественные права, но и иной способ фиксации могут рассматриваться как ценная бумага. Юридические последствия установления такой нормы огромны. Это позволяет сохранить институт ценных бумаг даже в случае, если пропадает ценная бумага как материальный носитель, овеществляющий имущественные права. Безналичные ценные бумаги признаны не только мировой практикой, но и законодательством тех стран, в которых они получили развитие. Например, даже германское гражданское законодательство, на которое "равнялась" еще дореволюционная Россия, восприняло безналичные ценные бумаги. В частности, в германском законодательстве, регулирующем обращение государственных долговых обязательств, к документу - ценной бумаге приравнивается запись в Долговой книге государства. В Финляндии законодательно система безналичных ценных бумаг была введена в мае 1992 г.

В системе безналичных ценных бумаг физические документы заменены записями, сделанными с использованием процедуры автоматизированной обработки данных. Юридическое значение владения документом заменено юридическим значением регистрации права собственности. Таким образом, в системе безналичных ценных бумаг поставка физических документов заменена регистрацией перевода права собственности на ценную бумагу со счета продавца на счет покупателя. Юридическое значение владения "физической" бумагой заменено юридическим значением записи по счету. Тем не менее до сих пор в российской гражданско-правовой теории безналичные ценные бумаги, к сожалению, не до конца признаны. Больше внимания уделяется не адекватному их регулированию а, в частности, спорам о том, могут ли они рассматриваться в качестве объекта вещных прав. Право изобилует многими допущениями и фикциями. Нельзя забывать, что и классические "документарные" ценные бумаги, появившиеся с развитием торгового оборота, в теории рассматриваются как бестелесные имущества. В теории не принято проводить аналогий между безналичными ценными бумагами и безналичными деньгами. Однако все регулирование последних дает основание сделать вывод о том, что деньги, как вещи, определенные родовыми признаками, являются объектом вещных прав (и не только в совокупности с другим имуществом), причем вне зависимости от того, идет ли речь о наличных или безналичных деньгах.

Так, например, учреждения, имеющие имущество на праве оперативного управления, в тех случаях, когда осуществляют разрешенную собственником коммерческую деятельность, обладают правом свободного распоряжения доходами от этой деятельности. По сути, речь идет в данном случае о праве хозяйственного ведения на эти доходы. Такими доходами могут быть, например, только деньги. То есть деньги без учета другого имущества могут принадлежать определенному лицу на вещном праве. Наиболее показательным является кредитный договор. Нельзя забывать о том, что по кредитному договору деньги переходят в собственность заемщика, а в сфере предпринимательской деятельности объектом кредита являются практически только безналичные деньги. Более того, категории, свойственные для объектов вещных прав, иногда применяются к имущественным правам. Так, например, в новом ГК употреблен термин "покупка доли участника" в обществе с ограниченной ответственностью. Эта доля представляет собой не что иное, как совокупность обязательственных имущественных прав, которые не признаются объектами вещных прав в общепринятой теоретической трактовке.

Гражданский кодекс РФ содержит понятие "продажа доли в праве общей собственности". Эта категория вообще специальна, так как в данном случае речь не идет о продаже имущества, а именно доли в праве собственности. В кодексе отражено понятие "интеллектуальная собственность", относимое, как известно, в теории гражданского права к категории исключительных прав. В связи с этим представляется, что безналичные ценные бумаги имеют право на существование. Безусловно, не все ценные бумаги могут быть выпущены как безналичные. Некоторые ценные бумаги, например вексель и чек, регулируются специальным законодательством. Таким образом, безналичная форма ценной бумаги не должна противоречить ее сути. В основном в виде безналичных ценных бумаг могут выпускаться так называемые эмиссионные ценные бумаги: акции, облигации, характеризующиеся, в частности, взаимозаменяемостью и равенством прав внутри одного выпуска. При этом проблема заключается не в том, чтобы признавать или не признавать безналичные ценные бумаги объектом вещных прав (как отмечалось выше, ГК устанавливает такое допущение, приравнивая к ценной бумаге способ фиксации прав), а в том, чтобы наиболее адекватно и четко описать возможные способы фиксации прав на ценную бумагу и из ценной бумаги. В настоящее время известно три возможных способа фиксации прав на ценную бумагу: ценная бумага как документ; запись по счету "депо" в депозитарии; запись по лицевому счету в системе ведения реестра.

При этом аксиомой системы безналичных ценных бумаг должно быть правило невозможности существования одновременно нескольких равных по юридической силе способов фиксации прав на одну и ту же ценную бумагу, в противном случае возникает коллизия: одна и та же неделимая совокупность прав удостоверяется одновременно, например, документом - ценной бумагой и записью по счету "депо", приравниваемой в данном случае к ценной бумаге как документу.

**Передача прав**

**Передача прав из ценной бумаги**

Порядок и способы передачи прав из ценной бумаги зависят от деления ценных бумаг на предъявительские, ордерные и именные. Более сложной при этом является передача ордерных ценных бумаг и именных ценных бумаг, которые передаются соответственно по индоссаменту и в порядке, предусмотренном для уступки требования.

**Отличия уступки требования от индоссамента**

Первое отличие индоссамента от уступки требования заключается в том, что лица, передавшие ордерную ценную бумагу, несут солидарную ответственность за исполнение обязанности по ней должником. (Применительно к отдельным видам ценных бумаг такое правило установлено в Положении о переводном и простом векселе). Уступка требования не предполагает такой ответственности.

Вторым отличием является то, что индоссамент, по сути, представляет собой одностороннюю сделку, поскольку права из ценной бумаги в данном случае считаются переданными после проставления индоссамента. Так, в п. 13 Положения о переводном и простом векселе установлено, что индоссамент должен быть подписан индоссантом. Известны случаи, когда при передаче векселя по индоссаменту индоссамент подписывается не только индоссантом, но и индоссатом. Такая надпись в лучшем случае будет считаться ненаписанной, а в худшем - может повлечь за собой признание векселя недействительным (все будет зависеть от судебной практики по этому вопросу). Уступка требования, по сути, представляет собой договор: соглашение лица, передающего ценную бумагу, и лица, принимающего ценную бумагу. Лишь в редких случаях, установленных ГК РФ, она может возникнуть в силу закона. Помимо норм о ценных бумагах, к передаче именных ценных бумаг применимы, в частности, нормы ГК РФ о перемене лиц в обязательстве.

**Уступка требования**

а) Форма. Учитывая указанное требование о передаче ценных бумаг в порядке, предусмотренном для уступки требования, можно понять, что, отчуждая ценную бумагу как имущество, например, по договору купли-продажи (передача прав на ценную бумагу), необходимо передать права из ценной бумаги. Речь в данном случае не идет о заключении отдельного договора наряду с договором купли-продажи. Достаточно лишь оговорки об этом, что далеко не всегда делается на практике. Форма уступки требования является одной из ее характеристик, как и любой другой сделки. Относительно формы уступки требования в ГК РФ содержится лишь одна специальная норма. В соответствии с п. 1 ст. 389 ГК РФ уступка требования, основанного на сделке, совершенной в простой письменной или нотариальной форме, должна быть оформлена в соответствующей письменной форме.

Представляется, что в данном случае следует говорить не о сделке, по которой ценная бумага отчуждается как имущество (купля-продажа, мена, дарение и т. д.), а о форме ценной бумаги, так как речь идет о передаче прав, удостоверенных самой ценной бумагой. Таким образом, на форму уступки требования могут быть распространены общие нормы о форме сделок (в частности, ст. 161 ГК РФ).

В связи с этим неуказание оговорки об уступке требования в договоре, например, купли-продажи ценных бумаг не влечет за собой недействительность уступки требования, поскольку такое последствие прямо не указано в законе. Однако детальность описания в договоре процедуры совершения уступки требования может помочь избежать конфликтных ситуаций, связанных с неуведомлением должника.

б) Исполнение. Как и любой договор, соглашение об уступке требования характеризуется моментом заключения и моментом исполнения. Такое соглашение может считаться исполненным с момента уведомления должника. Законодательство не устанавливает, кто из сторон по сделке, в результате которой происходит передача ценной бумаги, осуществляет уведомление. Передаточное распоряжение составляется собственником ценной бумаги (например, в соответствии с п. 2 Указа Президента РФ "О мерах по обеспечению прав акционеров" основанием для внесения записей в реестр акционеров является письменное поручение акционера или акционерного общества с указанием оснований для внесения записей в реестр акционеров). Однако оно может быть передано и новым приобретателем.

До этого момента новый приобретатель ценной бумаги несет риск неисполнения обязательства по ней должником. Правило о том, что с передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности (ч. 2 п. 1 ст. 142), дополняется в отношении именных ценных бумаг совершением необходимых действий по уведомлению должника.

в) Система ведения реестра владельцев именных ценных бумаг. В настоящее время сложились такие понятия, как "реестр владельцев именных ценных бумаг" и "система ведения реестра владельцев именных ценных бумаг". Понятие "реестр акционеров" содержится в Указе Президента "О мерах по обеспечению прав акционеров". Понятие "система ведения реестра" содержится только в Положении о реестре акционеров акционерного общества, которое в настоящее время не вступило в силу, так как не зарегистрировано в Минюсте РФ. "Реестр акционеров" - более узкое понятие, он составляется только в определенные периоды времени, как правило, для исполнения обязательств по ценной бумаге. "Система ведения реестров" - вся совокупность информации, на основании которой составляется реестр как список владельцев. Действующее законодательство не содержит общего требования о необходимости ведения реестра владельцев именных ценных бумаг. Такое требование установлено только для акций, облигаций акционерных обществ, жилищных сертификатов. Однако необходимость уведомления должника об уступке требования распространяется на все именные ценные бумаги. Поэтому тем или иным способом должник по ценной бумаге должен учитывать уступки требований по ценным бумагам. Поэтому предпочтительно единообразие процедуры такого учета в системе ведения реестра. Таким образом, в качестве основной функции реестродержателя можно рассматривать функцию обеспечения идентификации владельцев ценных бумаг путем учета передачи прав из ценных бумаг (то есть реестродержатель фиксирует отношения "владелец ценной бумаги - эмитент").

Последствия несоблюдения требований о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг различны для эмитента и для владельцев именных ценных бумаг. Для эмитента несоблюдение указанного требования может повлечь отказ в регистрации выпуска ценных бумаг на основании несоответствия документов о регистрации выпуска ценных бумаг требованиям действующего законодательства. Владелец ценных бумаг в случае неуведомления эмитента принимает риск неисполнения обязательства по ценной бумаге с его стороны. Однако, поскольку обязанность должника по ценным бумагам вести реестр установлена только для акционерных обществ - эмитентов акций и облигаций, а также для эмитентов жилищных сертификатов, несоблюдение такого требования другими эмитентами не может рассматриваться как нарушение законодательства. Как отмечалось, внесение изменений в систему ведения реестра является обязанностью, возникающей в силу закона и иных правовых актов.

В тех случаях, когда система ведения реестра поддерживается не эмитентом, а иным лицом, то с юридической точки зрения это является возложением исполнения обязательства на третье лицо. Таким образом, реестродержатель оказывает услуги эмитенту, а по отношению к владельцам ценных бумаг он выполняет обязанность. Предпосылкой внесения изменений является факт уведомления. ГК РФ не устанавливает особенности и требования к процедуре уведомления об уступке требования по ценным бумагам. Произвольность в этом вопросе может перекрываться нормами других законов или иных правовых актов. Так, в частности, в Указе Президента "О мерах по обеспечению прав акционеров" названы документы, являющиеся основаниями для внесения изменений в систему ведения реестра, что может рассматриваться как способ уведомления об уступке требования по именным ценным бумагам. Однако перечень этих документов недостаточно полон и четок. Поэтому на практике реестродержатели требуют представления различного рода документов - от нотариально заверенных договоров до справок от психиатра. При этом реестродержателей пугает риск ответственности, например, за подложные документы. Законодательством такая ответственность, а также контроль за качеством документов, за законностью сделок не установлены. В данном случае риски несут стороны по сделке. Однако реестродержатель, со своей стороны, отвечает за правильность поддержания системы ведения реестра и может нести ответственность за допущенные ошибки в случае причинения ущерба собственникам ценных бумаг.

г) Легитимация владельца именных ценных бумаг. Поскольку для легитимации владельца именных ценных бумаг требуется не только передача самой ценной бумаги, но и осуществление определенных действий, связанных с уведомлением должника, то легитимированным может считаться тот владелец, который может подтвердить права на ценную бумагу и из ценной бумаги. Таким образом, легитимированным может считаться тот владелец, чье имя указано не только в ценной бумаге (в учетных регистрах депозитария - как депонента), но и в системе ведения реестра.

В данном случае конфликт может возникнуть в том случае, когда реестродержатель уведомлен об уступке требования, но изменения еще не зарегистрированы. Приоритетны при этом требования ГК РФ. Поскольку правила об уступке требования содержат требования лишь об уведомлении, с этого момента риски перекладываются на эмитента. Владелец, в отношении которого еще не произведены изменения в системе ведения реестра, но который может подтвердить факт уведомления должника, может считаться легитимированным.

д) Номинальный держатель. Обычно под номинальным держателем понимается лицо, не являющееся собственником и внесенное в систему ведения реестра как номинальный держатель. При этом прав на ценную бумагу не возникает. Номинальный держатель может на основании полномочия, выраженного в договоре поручения или доверенности, представлять в отношениях с эмитентом лицо, являющееся легитимированным правообладателем, и осуществлять на основании указанного полномочия права по ценным бумагам от имени этого лица. Однако осуществить права из ценной бумаги от имени другого лица можно без внесения имени номинального держателя в систему ведения реестра. Поэтому эта функция не является основной для номинального держателя.

Институт номинального держателя существует, в частности, для повышения ликвидности именных ценных бумаг, так как, например, при совершении сделки лицами, имеющими одного номинального держателя, изменения в систему ведения реестра не вносятся. Номинальный держатель, в частности, позволяет решить проблему несовпадения прав на ценную бумагу и из ценной бумаги (см. п. 2.3). Одной из актуальных проблем, связанных с применением института номинального держателя, является проблема прозрачности реестра, то есть выявления реальных владельцев ценных бумаг. В последнем случае говорят о так называемом полном реестре владельцев ценных бумаг. Информация о реальных владельцах должна предоставляться реестродержателю номинальным держателем. Такая информация необходима для исполнения обязательств из ценных бумаг. Однако в настоящее время нет закона, который бы устанавливал ответственность номинального держателя за непредставление такой информации.

Поэтому, основываясь на нормах общегражданского законодательства, пока можно сделать вывод о том, что непредставление такой информации является основанием для отказа от исполнения обязательства, выраженного ценной бумагой. Это связано с тем, что номинальный держатель сам не является легитимированным владельцем и может быть лишь представителем последнего. Таким образом, риск неисполнения обязательства несет в данном случае легитимированный владелец, а номинальный держатель в случае ненадлежащего исполнения своих обязанностей будет нести ответственность перед ним. Представляется, что информация о реальных владельцах может быть получена, в частности, из доверенностей и/или договоров поручения, уполномочивающих номинальных держателей на осуществление определенных действий.

**Передача прав на ценную бумагу**

Общее правило, установленное в ГК РФ, заключается в том, что право собственности у приобретателя вещи по договору возникает с момента ее передачи, если иное не предусмотрено законом или договором. Учитывая, что, кроме документа, может быть и иной способ фиксации прав, возникает вопрос о том, что же может быть приравнено к передаче имущества в тех случаях, когда имеется иной способ фиксации ценной бумаги: запись по счету "депо" в депозитарии или на лицевом счете в системе ведения реестра. Например, приходная запись по соответствующему счету нового приобретателя. Разница в способах передачи прав на ценную бумагу, таким образом, зависит от выбора формы выпуска.

**Несовпадение перехода прав на ценную бумагу и прав из ценной бумаги**

Учитывая вышеизложенное об исполнении уступки требования, необходимо отметить, что на практике возможна ситуация, когда право на ценную бумагу уже перешло, но должник еще неуведомлен. В результате заключения ряда сделок может так сложиться, что кто-то "крайний" приобретет ценную бумагу у лица, которое в системе ведения реестра не зарегистрировано, и потребует изменений в систему ведения реестра.

При достаточно больших оборотах торговли избежать конфликтной ситуации можно, имея номинального держателя. Так, например, в Германии Немецкий кассовый союз, выполняющий функции Центрального депозитария, является номинальным держателем, указанным в долговой книге по государственным ценным бумагам. Иной вариант - это системы торговли, обеспечивающие исполнение сделок на основе клиринга (двустороннего или многостороннего). В этом случае исполнение сделок осуществляется по результатам клиринга и нет надобности вносить изменения о каждой сделке. Кроме того, в единичном договоре может быть указано условие, в соответствии с которым момент перехода права собственности привязан к моменту внесения изменений в систему ведения реестра.

**Формы выпусков ценных бумаг.**

**Разграничение функций реестродержателя и депозитария при каждой форме выпуска**

Развитие российского фондового рынка привело к восприятию как концепции безналичных бумаг, свойственных, в частности, германскому законодательству (примером служат государственные краткосрочные бескупонные облигации), так и концепции безналичных ценных бумаг, выпущенных в процессе приватизации. В настоящее время можно выделить две формы и две подформы выпусков ценных бумаг. При этом терминологически можно различать понятия "форма выпуска ценных бумаг" и "форма ценной бумаги". В ГК РФ говорится только о форме ценной бумаги.

**Документарная форма выпуска**

Эта форма характеризуется наличием документа, которому может быть придан статус ценной бумаги.

**Классическая форма**

Первая подформа документарной формы представляет собой обычный классический вариант выпуска ценных бумаг, при котором способом фиксации прав является ценная бумага как документ. В этом случае и форма выпуска ценных бумаг, и форма ценных бумаг будут документарными. В связи с этим участие депозитария в процессе обращения ценных бумаг не является обязательным. Инициатива по заключению депозитарных договоров исходит при этом, как правило, не от эмитента ценных бумаг, а от их владельца.

В случае помещения ценных бумаг в депозитарий можно говорить об их временном обездвиживании с возможностью получения обратно. При этом меняется способ фиксации прав на ценные бумаги (то есть речь идет не о договоре хранения имущества, а именно об отдельном виде договора, порождающем иные правовые последствия). Вместо документа "обращается" запись по счету.

Необходимость обездвиживания вызвана уже упоминавшейся выше невозможностью существования одновременно двух одинаковых по юридической силе способов фиксации прав на ценную бумагу. "Обездвиживание" происходит также потому, что имя владельца в ценной бумаге в этот период не меняется. Ценная бумага при этом должна быть оформлена на имя депозитария (это не влечет за собой переход прав к депозитарию и может рассматриваться по аналогии с препоручительным индоссаментом как своего рода ограниченная уступка требования). Только при возврате депозитарий выдает ценную бумагу на имя нового приобретателя. Таким образом, в период нахождения в депозитарии существует два способа фиксации прав на ценную бумагу - ценная бумага как документ и приравненная к ценной бумаге запись по счету "депо", но приоритет имеет запись по счету, заменяющая собой "ценную бумагу как документ". Поскольку ценная бумага характеризуется неразрывной связью между способом фиксации прав на ценную бумагу и прав из ценной бумаги, то предъявление ценных бумаг, помещенных в депозитарий, заменяется предъявлением учетных регистров депозитария вместе с временно обездвиженными ценными бумагами. В этом случае реестродержатель выполняет функцию обеспечения идентификации владельцев ценных бумаг путем учета прав из ценных бумаг. Права на ценную бумагу устанавливаются на основании ценной бумаги как документа, а в случае помещения в депозитарий - записи по счету депо и ценной бумаги как документа, помещенной в депозитарий.

**Документарная форма с обязательным централизованным хранением**

При этой форме, как правило, весь выпуск ценных бумаг оформляется документом - глобальным сертификатом (или несколькими суммарными сертификатами), оформляемым на имя депозитария. По устоявшейся терминологии эта подформа названа документарной формой с обязательным централизованным хранением.

По сути, глобальный сертификат изначально является "обездвиженной ценной бумагой". Его передача не влечет передачу прав на глобальный сертификат и на ценные бумаги всего выпуска, а также передачу прав, удостоверенных глобальным сертификатом и отдельными ценными бумагами данного выпуска. Каждая ценная бумага данного выпуска учитывается по счету "депо".

В этом случае терминологически форма выпуска ценных бумаг не совпадает с формой ценной бумаги. Форма выпуска является документарной, каждая из ценных бумаг по терминологии ГК РФ обращается как бездокументарная ценная бумага. Хотелось бы отметить, что такая трактовка свойственна не только для российского фондового рынка, но применяется также и в Германии. Отдельные ценные бумаги не могут быть получены их владельцами. Такой признак сближает эту форму с бездокументарными ценными бумагами. При этой форме выпуска обращение ценных бумаг без участия депозитария невозможно, поскольку именно депозитарий является в данном случае организацией, уполномоченной на осуществление фиксации прав на ценную бумагу.

Для реализации функции по учету прав на ценные бумаги необходимо также заключение депозитарных договоров между депозитарием и инвестором. По своему типу этот договор относится к договорам на оказание услуг. При этом реестродержатель одновременно выполняет функцию обеспечения идентификации владельцев путем учета передачи прав из ценных бумаг. В данном случае процесс заключения депозитарных договоров инициирует эмитент, поскольку именно он выбирает депозотарии, которые будут осуществлять учет прав на ценные бумаги.

Для осуществления учета прав на ценные бумаги необходимо установление договорных отношений между депозитарием и эмитентом (эти отношения включают предоставление услуг депозитарием эмитенту, связанных с обслуживанием обращения ценных бумаг). Эмитент может предусмотреть несколько уровней депозитарного учета, уполномочив соответствующие организации на осуществление депозитарного учета. Например, система обращения ГКО предусматривает двухуровневую систему депозитарного учета.

При этой форме выпуска предъявление ценной бумаги как документа, необходимое для осуществления прав из ценных бумаг, заменяется представлением учетных регистров депозитария. С формально юридической точки зрения наличие ценной бумаги как документа (глобального сертификата) делает необходимым его представление вместе с учетными регистрами депозитариев для осуществления прав из ценных бумаг.

**Бездокументарная форма**

Бездокументарная форма выпуска ценных бумаг характеризуется отсутствием документа, который имеет статус ценной бумаги. Терминологически форма выпуска ценных бумаг и форма ценных бумаг в данном случае совпадают.

Учет прав на ценную бумагу осуществляется депозитарием, а обеспечение идентификации владельцев путем учета уступок требований по ценным бумагам осуществляется реестродержателем. При этой подформе инициатива установления договорных отношений может исходить как от эмитента, так и от конкретного владельца ценных бумаг.

В последнем случае ценная бумага, учитываемая ранее в системе ведения реестра, переводится на счет "депо", открытый в депозитарии. При этом в качестве номинального держателя должен выступать этот депозитарий.

Процесс приватизации породил такую модификацию этой формы, при которой учет прав на ценные бумаги и учет передачи прав из ценных бумаг осуществляется в системе ведения реестра. При такой форме выпуска одна из учетных категорий приобретает значение способа фиксации прав на ценные бумаги. Речь идет о лицевом счете владельца ценных бумаг в системе ведения реестра. Лицевой счет существует в данном случае не только как учетная, но и как юридическая категория. Как отмечалось, главной функцией реестродержателя является обеспечение идентификации владельцев путем учета уступок требований по ценным бумагам. Можно говорить о том, что, учитывая права на бумагу, реестродержатель выполняет функцию депозитария. По сути, за такими отношениями должен стоять договор, аналогичный депозитарному. Однако обязанность поддержания системы ведения реестра возникает в силу закона. Такое положение порождает на практике споры, связанные со взиманием платы с инвесторов за внесение изменений в систему ведения реестра. Представляется, что взимание платы правомерно только в тех случаях, когда реестродержатель осуществляет учет прав на ценную бумагу, то есть обслуживает лицевой счет владельца, имеющий статус способа фиксации прав на ценную бумагу, так же как это делает депозитарий в соответствующих случаях (или банк в отношениях, связанных с обслуживанием денежных счетов).

Таким образом, в данном случае реестродержатель оказывает услугу собственникам ценных бумаг. Этого не происходит, если им выполняется только функция обеспечения идентификации владельцев путем учета уступок требований по ценным бумагам. В данном случае речь идет об исполнении обязанности, установленной законом. Невнесение изменений в систему ведения реестра влечет риск неблагоприятных последствий для эмитента. При этом плата за внесение изменений не должна взиматься с владельцев ценных бумаг. Она может взиматься с эмитента (если эмитент и реестродержатель разные лица), поскольку в данном случае на основании договора реестродержатель оказывает услугу эмитенту. На реестродержателя возложено исполнение обязанности поддержания системы ведения реестра.

Необходимо отметить, что в ряде документов, например в Указе Президента "О мерах по обеспечению прав акционеров", Положении о реестре акционеров акционерного общества, акцент делается на то, что выписка из реестра подтверждает право собственности. Такое определение представляется правомерным только для этой формы выпуска, поскольку реестродержатель осуществляет функцию учета прав на ценные бумаги, то есть способом фиксации прав на ценную бумагу является лицевой счет в системе ведения реестра. В других случаях доказательством права собственности служит либо ценная бумага как документ, либо запись по счету "депо" в депозитарии.

Номинальные держатели не участвуют в процессе обращения ценных бумаг в тех случаях, когда права на ценные бумаги учитываются только на лицевых счетах в системе ведения реестра. Это связано с тем, что номинальный держатель обозначается в системе ведения реестра во всех документах и записях, на его лицевом счете отражаются ценные бумаги, принадлежащие другому лицу. В случае, если лицевой счет является способом фиксации прав на ценную бумагу, запись по этому счету подтверждает право собственности или иное законное основание нахождения этих ценных бумаг на счете того или иного лица (например, залог). Полномочиями номинального держателя не охватывается нахождение ценных бумаг во владении (на счете), поэтому он не может быть лицом, которому открыт такой счет.

Выбор конкретной формы выпуска ценных бумаг зависит от эмитента, однако при отсутствии адекватного законодательства о бездокументарных ценных бумагах профилактикой конфликтов может служить тщательное и детальное описание формы выпуска в документах, на основании которых осуществляется регистрация ценных бумаг. На практике бывают случаи, когда в проспекте эмиссии форма выпуска акций определяется как безналичная с выдачей на руки сертификатов акций. В данном случае, поскольку в соответствии с Положением об акционерных обществах сертификат акции признается ценной бумагой, как раз и возникает упоминавшаяся выше коллизионная ситуация, когда одна и та же совокупность прав, составляющих ценную бумагу, удостоверена двумя способами фиксации, имеющими силу ценных бумаг. Форма выпуска и ее особенности должны быть четко отражены в регистрационных документах. Однако в тех случаях, когда она не описана или в регистрационных документах указаны одновременно несколько форм выпуска, такая форма выпуска должна рассматриваться как обычная документарная "классическая". Это позволит более эффективно осуществлять защиту интересов инвесторов от недобросовестности эмитента.

**Список литературы**

Гражданский кодекс, М., “Юридическая литература”, 1995г.

1. Законодательное регулирование фондовых бирж в России. Е.Шмелева. (Хозяйство и право N3, 1995.)

2. Нормативное регулирование операций с ценными бумагами (Финансовый бизнес N 4, 1994 год)

3. Объекты гражданских прав. М.Брагинский и др.(Комментарий подраздела 3 раздела 1 ГК, глав 6,7,8. (Хозяйство и право 1995, N5.)

4. Правила листинга (Разработка Профессиональной ассоциации участников фондового рынка)

5. Правовой режим ценных бумаг в новом Гражданском кодексе. А.Майфат. (Рынок ценных бумаг (спец. прилож. к журналу "Финансы") N5, 1995.)

6. Основы функционирования рынка ценных бумаг: Учеб. пособие. Разумовская М.И. -

7. Рынок ценных бумаг, Сборник нормативных документов, М., Финансы и статистика, 1993