



ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

А. Е. МОЛОТНИКОВ



СТАРТАП

Александр Молотников

**Правовое регулирование рынка
ценных бумаг. Учебное пособие**

«Автор»

2013

УДК 347.73
ББК 67.402я43

Молотников А. Е.

Правовое регулирование рынка ценных бумаг. Учебное пособие / А. Е. Молотников — «Автор», 2013

ISBN 978-5-9904334-3-4

В книге в понятной и доступной форме описаны основные тенденции развития отечественного законодательства о рынке ценных бумаг, регулирующего правовой статус различных участников рынка, их права и обязанности, специфика государственного регулирования, исторические аспекты правового регулирования рынка и многие другие вопросы. Учебное пособие предназначено для практикующих юристов, преподавателей, студентов, магистрантов и аспирантов юридических факультетов высших учебных заведений и всех интересующихся проблематикой рынка ценных бумаг.

УДК 347.73
ББК 67.402я43

ISBN 978-5-9904334-3-4

© Молотников А. Е., 2013
© Автор, 2013

Содержание

Вступительное слово	7
Список сокращений нормативных актов[1]	8
Список сокращений и аббревиатур	10
Предисловие	13
Глава 1	15
Глоссарий	16
1.1. Понятие рынка ценных бумаг	17
1.2. Функции и виды рынка ценных бумаг	23
1.3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг	31
Краткие выводы	37
Контрольные вопросы	39
Основная литература	40
Дополнительная литература	41
Глава 2	42
2.1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования	44
2.2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках	50
2.3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века	57
Краткие выводы	65
Контрольные вопросы	67
Основная литература	68
Дополнительная литература	69
Глава 3	70
3.1. Дореволюционный период правового регулирования рынка ценных бумаг	71
3.2. Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советский период	87
3.3. Законодательство о рынке ценных бумаг в годы перестройки и в новой России	92
Краткие выводы	98
Контрольные вопросы	100
Основная литература	101
Дополнительная литература	102
Глава 4	103
4.1. Особенности нормативного регулирования рынка ценных бумаг в РФ	104
4.2. Современные тенденции развития российского законодательства о рынке ценных бумаг	117
Краткие выводы	122
Контрольные вопросы	123
Основная литература	124
Дополнительная литература	125
Глава 5	126
Глоссарий	127

5.1. Понятие и основания классификации ценных бумаг	128
Конец ознакомительного фрагмента.	132

А.Е. Молотников

Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебное пособие

Кафедра предпринимательского права юридического факультета Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова

Рекомендовано Учебно-методическим объединением по юридическому образованию высших учебных заведений в качестве учебного пособия для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению «Юриспруденция» и специальности «Юриспруденция»

Рецензенты:

Заведующий кафедрой гражданского права Российской академии правосудия, доктор юридических наук, профессор В. К. Андреев;

Первый заместитель директора Института государства и права РАН, доктор юридических наук, профессор Н. И. Михайлов.

Вступительное слово

Уважаемые коллеги, позвольте представить вашему вниманию очень интересную и нужную книгу: учебное пособие «Правовое регулирование рынка ценных бумаг». В этой работе обобщен более чем пятилетний опыт преподавания одноименного специального курса, который читается на кафедре предпринимательского права юридического факультета Московского университета. Очень важно осознавать заботу автора о тех, кому в первую очередь предназначена эта книга – о студентах и слушателях магистратуры, о всех тех, кто самостоятельно изучает специфику правового регулирования рынка ценных бумаг. С первых же страниц мы видим стремление автора писать просто о сложных явлениях, донести до читателей суть рассматриваемых правовых проблем. Разумеется, эта особенность поможет и преподавателям, которые будут использовать рецензируемую книгу в рамках учебного процесса.

Несомненным достоинством книги является также большое количество схем и таблиц, наглядно иллюстрирующих ее наиболее важные положения. Не останется без внимания и структура учебного пособия, позволяющая разобраться в различных хитросплетениях отечественного и зарубежного законодательства.

Пристальное внимание в работе уделяется истории возникновения и развития законодательства о рынке ценных бумаг. Анализируются особенности государственного регулирования рынка ценных бумаг в наиболее развитых странах в различные исторические отрезки времени, проводятся исторические аналогии с современными подходами к регулированию отдельных сфер финансового рынка.

Автор книги старается изложить основные положения современного законодательства о рынке ценных бумаг, обращает внимание на резкое увеличение числа нормативных актов, регламентирующих функционирование фондового рынка. Однако при этом он объясняет экономические причины, которые привели законодателя к мысли о необходимости разработки и принятия соответствующих нормативных актов. Демонстрируются их особенности и место в системе правового регулирования рынка ценных бумаг.

Учебное пособие А. Е. Молотникова «Правовое регулирование рынка ценных бумаг» является важным шагом в деле изучения, и преподавания этой непростой, но в то же время интересной и захватывающей дисциплины. Остается пожелать удачи и читателям книги, в успешном изучении ее содержания, а самому автору – продолжения правовых исследований как в отношении рынка ценных бумаг, так и иных сфер предпринимательской деятельности.

*Заведующий кафедрой предпринимательского права МГУ имени М. В. Ломоносова,
д.ю.н., профессор Е.П. Губин*

Список сокращений нормативных актов¹

Гражданский кодекс (ГК) – Гражданский кодекс Российской Федерации: часть первая от 30 ноября 1994 года № 51-ФЗ, часть вторая от 26 января 1996 года № 14-ФЗ, часть третья от 26 ноября 2001 года № 146-ФЗ.

Бюджетный кодекс – Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 года № 145-ФЗ.

Генеральные условия ОФЗ – Постановление Правительства РФ от 15 мая 1995 года № 458 «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов».

Закон о банках – Федеральный закон от 2 декабря 1990 года № 395-1 «О банках и банковской деятельности».

Закон о Банке России – Федеральный закон от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

Закон о государственной компании «Автодор» – Федеральный закон от 17 июля 2009 года № 145-ФЗ «О государственной компании „Российские автомобильные дороги“ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Закон о государственных ценных бумагах – Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».

Закон о защите прав инвесторов – Федеральный закон от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

Закон о защите прав потребителей – Закон РФ от 7 февраля 1992 года № 2300-1 «О защите прав потребителей».

Закон о клиринге – Федеральный закон от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности».

Закон о приватизации – Федеральный закон от 21 декабря 2001 года № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества».

Закон о рынке ценных бумаг (Закон РЦБ) – Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ.

Закон об акционерных обществах (Закон об АО) – Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

Закон об инвестиционной деятельности – Федеральный закон от 25 февраля 1999 года № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Закон об инвестиционных фондах (Закон об ИФ) – Федеральный закон от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Закон об иностранных инвестициях – Федеральный закон от 9 июля 1999 года № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».

Закон об инсайте – Федеральный закон от 27 июля 2010 года № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Закон об ипотечных ценных бумагах (Закон об ИЦБ) – Федеральный закон от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

¹ Нормативные акты цитируются по СПС КонсультантПлюс. Все ссылки на нормативные акты даны по состоянию на февраль 2013 года.

Закон об обществах с ограниченной ответственностью (Закон об ООО) – Федеральный закон от 8 февраля 1998 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

Закон об организованных торгах – Федеральный закон от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

Закон об унитарных предприятиях, либо Закон о государственных предприятиях (Закон о ГУП) – Федеральный закон от 14 ноября 2002 года № 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях».

Кодекс об административных правонарушениях (КоАП) – Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 года № 195-ФЗ.

Концепция развития рынка ценных бумаг – Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденная Указом Президента РФ от 1 июля 1996 года № 1008.

Концепции создания МФЦ – Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации, одобренные на заседании Правительства Российской Федерации 5 февраля 2009 года.

Налоговый кодекс (НК) – Налоговый кодекс Российской Федерации: часть первая от 31 июля 1998 года № 146-ФЗ, часть вторая от 5 августа 2000 года № 117-ФЗ.

Положение о биржевых маклерах – Положение о биржевых маклерах, гоф-маклерах, аукционистах, нотариусах, корабельных маклерах, диспашерах и о Биржевом комитете для надзора за благочинием биржевых собраний при Санкт-Петербургском Порте от 12 января 1831 года.

Положение о депозитарной деятельности – Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации, установлении порядка введения его в действие и области применения, утвержденное Постановлением ФКЦВ РФ от 16 октября 1997 года № 36.

Положение о компаниях на акциях (Положение о компаниях) – Положение «О компаниях на акциях» от 6 декабря 1836 года.

Положение о раскрытии информации – Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 4 октября 2011 года № 11–46/пз-н.

Стандарты эмиссии – Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н.

Стратегия развития финансового рынка до 2020 года – Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 года № 2043-р.

Трудовой кодекс (ТК) – Трудовой кодекс Российской Федерации от 30 декабря 2001 года № 197-ФЗ

Уголовный кодекс (УК) – Уголовный кодекс Российской Федерации от 13 июня 1996 года № 63-ФЗ.

Список сокращений и аббревиатур

- AMPs – Общепринятые обычаи рынка (Accepted Market Practices’).
- BRICS – Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка (Brazil, Russia, India, China, South Africa).
- CFPB – Бюро по защите потребителей на финансовых рынках (Consumer Financial Protection Bureau).
- DPO – прямые публичные размещения самостоятельно эмитентом напрямую первичным инвесторам, минуя организованный рынок (Direct Public Offering).
- DTC – Депозитарная трастовая компания (The Depository Trust Company).
- EBA – Европейский банковский регулятор (European Banking Authority).
- EIC – Английская Ост-Индская компания (East India Company).
- EIOPA – Европейская организация страхования и пенсионного обеспечения (European Insurance and Occupational Pensions Authority).
- ESMA – Европейская организация по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority).
- FSA – Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (The Financial Sendees Authority).
- FCA – Агентство по финансовой деятельности Великобритании (Financial Conduct Authority).
- FTCEI – Биржевой индекс Файненшл Таймс (Financial Times Stock Exchange Index)
- GFCI – Глобальный индекс финансовых центров (Global Financial Centre’s Index).
- GWC (GWIC) – Голландская Вест-Индская компания (Geoctroyeerde Westindische Compagnie).
- IOSCO – Международная организация комиссий по ценным бумагам (The International Organization of Securities Commissions).
- IPO – первичное публичное предложение ценных бумаг (прежде всего акций) частной компании (Initial Public Offering).
- LSE – Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange).
- MAS – Денежно-кредитное управление Сингапура (The Monetary Authority of Singapore).
- NYSE – Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange).
- PPO – первичное публичное предложение акций (Primary Public Offering).
- PRA – Ведомство по пруденциальному регулированию (Prudential Regulation Authority).
- SEC – Комиссия по ценным бумагам и биржам США (U. S. Securities and Exchange Commission).
- SFC – Комиссия по ценным бумагам и деривативам Гонконга (Securities and Futures Commission of Hong Kong).
- SFO – Закон о ценных бумагах и фьючерсах (Securities and Futures Ordinance).
- SPO – вторичное публичное предложение акций (Secondary Public Offering).
- SPV – специально созданное юридическое лицо (Special Purpose Vehicle).
- S&P – Standard & Poor’s.
- VOC – Голландская Ост-Индская компания (Vereenigde Oost-Indische Compagnie).
- АИФ – акционерный инвестиционный фонд.
- Банк России – Центральный банк Российской Федерации.
- Внешэкономбанк – государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)».

ГКО – Государственные краткосрочные бес купонные облигации.

ГСО-ППС – государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода.

ГСО-ФПС – государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода.

ГУП – государственное унитарное предприятие субъекта РФ.

ЕИО – единоличный исполнительный орган.

ИСУ – ипотечные сертификаты участия.

ИЦВ – Ипотечные ценные бумаги.

Минтруд – Министерство труда и социальной защиты Российской Федерации.

Минфин – Министерство финансов Российской Федерации.

Минэкономразвития – Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации.

ММВБ (ЗАО ММВБ) – ЗАО Московская межбанковская валютная биржа.

МФЦ – Международный финансовый центр.

НАУФОР – Национальная ассоциация участников фондового рынка.

НПФ – негосударственный пенсионный фонд.

ОГВЗ 1991 г. – облигации государственного валютного облигационного займа 1991 г.

ОВОЗ – облигации внутренних облигационных займов.

ОГНЗ – облигации государственных нерыночных займов.

ОФБУ – общие фонды банковского управления.

ОФЗ-ПД – облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом.

ОФЗ-ПК – облигации федеральных займов с переменным купонным доходом.

ОФЗ-ФК – облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом.

ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизацией долга.

ОАО Московская Биржа (Московская Биржа) – Открытое акционерное общество «Московская Биржа ММВБ-РТС».

ОЭСР (OECD) – Организация экономического сотрудничества и развития (Organization for Economic Co-operation and Development).

ПАРТАД – Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев.

ПИФ – паевой инвестиционный фонд.

Профессиональный участник – профессиональный участник рынка ценных бумаг.

ПФИ – производные финансовые инструменты.

РДР – Российская депозитарная расписка.

РЦВ – Рынок ценных бумаг.

РТС (ОАО «РТС») – ОАО «Фондовая биржа РТС».

СОИ – социально ответственные инвестиции.

СРО – саморегулируемые организации.

ТИ – технический индекс.

Унитарные предприятия² – федеральное государственное предприятие и государственное предприятие субъекта РФ, а также федеральное казенное предприятие, казенное предприятие субъекта РФ.

ФАС – Федеральная антимонопольная служба РФ.

ФАТФ – Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (Financial Action Task Force (FATF)).

ФГУП – федеральное государственное унитарное предприятие.

² Из числа созданных на базе государственного имущества.

ФКЦВ – Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг.

ФНС – Федеральная налоговая служба.

ФСФР – Федеральная служба по финансовым рынкам.

Нормативные акты использованы в настоящей работе по состоянию на 01.02.2013 г. При этом учтены изменения, внесенные Федеральным законом от 29 декабря 2012 года № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации». В особо оговоренных случаях использованы положения нормативных актов пока еще не вступившие в силу.

Предисловие

В последнее время мировая финансовая система переживает не самые лучшие времена. То, что казалось прочным и незыблемым, например, тот же рынок ипотечных ценных бумаг, на наших глазах превращается в бессмысленное нагромождение секьюритизированных активов, оставляющих своим владельцам лишь призрачные надежды на государственную поддержку.

Происходят серьезные изменения во всех сферах финансового рынка. Меняется поведение участников рынка, претерпевают трансформацию основные подходы к его государственному регулированию, принимаются все новые законы. Очевидно, что мы находимся на пороге появления новой модели мировой финансовой архитектуры, которая отразит в себе изменения последних десятилетий: и развитие компьютерных и коммуникационных технологий, и глобализацию, и кризис доверия. Остается лишь предполагать, какое воплощение примет новый финансовый порядок и какая роль будет отведена рынку ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

Однако что бы ни случилось, можно быть абсолютно уверенным в том, что в процессе происходящих изменений ключевая роль будет отводиться именно праву. Уже сейчас мы ощущаем необходимость глубокой ревизии основополагающих положений, регламентирующих поведение участников финансового рынка как в рамках отдельных юрисдикций, так и на региональном и глобальных уровнях. А как иначе, если отдельно взятая корпорация может быть зарегистрирована на острове Джерси, владеть основными активами в виде контрольных пакетов акций российских компаний, размещать свои ценные бумаги на бирже в Гонконге, а в составе правления иметь граждан Великобритании, США и еще нескольких европейских и азиатских государств!

Разумеется, для того, чтобы понять смысл происходящих процессов на мировых финансовых рынках, необходимо детально изучить особенности современного правового регулирования рынка ценных бумаг, проанализировать историю развития законодательства в этой сфере. Перечисленным вопросам и посвящена эта книга. Автор в понятной и доступной форме описывает основные тенденции развития отечественного законодательства о рынке ценных бумаг, статус различных участников рынка, их права и обязанности, специфику государственного регулирования. Для удобства читателей ключевые моменты представлены в виде схем и рисунков.

В рамках одной книги сложно рассмотреть все возможные аспекты, связанные с правовым регулированием рынка ценных бумаг. Очевидно, это лишь первый опыт автора и за ним последуют новые работы, посвященные данной теме. К тому же стоит учесть происходящие в этой сфере изменения. Когда учебное пособие уже было написано, появилась информация о серьезных изменениях, вносимых в Закон о рынке ценных бумаг, о планируемой передаче полномочий Федеральной службы по финансовым рынкам Центральному банку Российской Федерации, о многих других грядущих новеллах.

И еще один важный момент. Необходимо сказать несколько слов о тех людях, которые помогали в написании этой книги: советом, добрым словом, литературой, интересными кейсами, организационной поддержкой. Прежде всего, это члены кафедры предпринимательского права юридического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова и лично ее ведущий Евгений Парфирьевич Губин. Внимательные рецензенты: Владимир Константинович Андреев и Николай Иванович Михайлов. Известные эксперты и исследователи: Наталия Выговская, Андрей Габов, Артем Генкин, Леонид Гольдман, Евгений Зеленский, Алексей Коновалов, Владислав Лурье, Денис Морозов, Андрей Новаковский, Гоман Паршин, Брайан Чеффине. А также: Гоман Янковский, Дмитрий Текутьев, Александр Копылов, Евгений Чар-

нопис, Кирилл Николаев, Евгения Калинина, Андрей Черкашин, Анастасия Смирнова, Евгений Архипов, Алена Чудакова, Константин Гузанов.

И, конечно же, большое спасибо всем тем, кто просто был рядом и помогал воплотить в реальность планы по написанию и публикации этой книги.

А. Е. Молотников

Глава 1

Рынок ценных бумаг и его место в современной экономике

Состояние, нажитое на бирже, подобно сокровищам гоблинов. Сначала мы видам рубины, затем они превращаются в угольки, после представляются алмазами, которые сменяет щебенка, переходящая в утреннюю росу, и, напоследок, нам достаются слезы.
Don Joseph de la Vega «Confusion de Confusiones» 1688

1. Понятие рынка ценных бумаг.
2. Функции и виды рынка ценных бумаг.
3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг.

Глоссарий

Рынок ценных бумаг — это система взаимоотношений по поводу ценных бумаг и иных финансовых инструментов, возникающая между эмитентами, инвесторами, профессиональными участниками, а также иными лицами, функционирование которой обеспечивается регулирующим воздействием государства, а также основывается на принципах саморегулирования.

Денежный рынок — часть финансового рынка, на котором обращаются средства, обеспечивающие движение краткосрочных ссуд (до одного года).

Рынок капиталов — часть финансового рынка, на котором осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком более одного года.

Самофинансирование — развитие хозяйствующего субъекта за счет собственных финансовых ресурсов без привлечения средств сторонних лиц.

Первичный рынок — это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

Вторичный рынок — это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги.

1.1. Понятие рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является одним из величайших достижений человечества. Появившись сравнительно недавно, в Новое время, он за несколько столетий стал неотъемлемым элементом современной экономики, замыкая на себе интересы целых государств, крупнейших корпораций и частных инвесторов.

Еще в начале XX века Чарльзом Дагвидом (Charles Duguid) была высказана мысль, что рынок ценных бумаг «представляет собой нервный центр политической и финансовой жизни наций, где пристально следят за всеми сколько-нибудь важными фактами, чтобы мгновенно отреагировать на их появление. Именно этот рынок можно назвать барометром благосостояния и разорения»³.



Более того, по словам Ю. С. Сизова, рынок ценных бумаг фактически стал одним из *символов реализации экономических свобод человека*: свободы каждого предоставлять свои накопления для использования в производственных процессах, в которых сам он не принимает непосредственного участия⁴.

По своей сути рынок ценных бумаг является частью **финансового рынка**, на котором происходят процессы перераспределения свободных денежных средств. Как правило, в составе финансового рынка выделяют *денежный рынок* и *рынок капиталов* (такую классификацию, например, используют Мировой банк и Международный валютный фонд)⁵. Данный подход обусловлен особым характером финансовых ресурсов, обслуживающих оборотный и основной капитал. На *денежном рынке* обращаются средства, которые обеспечивают движение краткосрочных ссуд (до одного года). На *рынке капиталов* осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком более одного года⁶.

³ Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market // *Annals of the American Academy of Political and Social Science*. Vol. 35. No. 3. 1910. P. 483.

⁴ Сизов Ю. С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт [Электронный ресурс]. М.: Планета, 1999. С. 9. Электрон, версия печат. публ. URL: <http://www.mirkin.ru/docs/book035.pdf>

⁵ Мошенский С. 3. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. М., 2010. С. 34.

⁶ Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. М., 2007. С. 16–17. Не следует думать, что денежный рынок представляет собой исключительно рынок банковских кредитов, а рынок капиталов – ценных бумаг. В частности, зарубежные исследователи свидетельствуют о неверности такого утверждения (см., напр., Burton M., Nesiba R., Brown B. *An Introduction to Financial Markets and Institutions*. N.Y., 2010. P.46). В США выпускаются такие правительственные ценные бумаги, как казначейские векселя (treasury bills), срок обращения которых не превышает года. Корпорации имеют

На финансовом рынке фактически происходит перераспределение свободных денежных средств от их владельцев к лицам, нуждающимся в финансировании. Это происходит либо посредством внесения денежных вкладов в банк и последующего их поступления субъектам предпринимательской деятельности в качестве кредитов, либо при помощи рынка ценных бумаг, на котором инвесторы выплачивают компаниям денежные средства за выпускаемые ими ценные бумаги.

Наряду с рынком банковского кредитования рынок ценных бумаг обеспечивает эффективное перемещение в экономике финансовых ресурсов. На более ранних стадиях развития человеческого общества хозяйствующие субъекты имели ограниченный доступ к финансовым ресурсам. Рост осуществлялся, прежде всего, благодаря внутренним ресурсам. Данное явление получило название **самофинансирования**⁷.

В настоящее время развитие современных компаний невозможно представить без внешних источников финансирования. Правда, исследователи установили⁸, что соотношение между собственными и привлеченными средствами, как правило, изменяется циклично.

Например, в периоды экономического подъема дата самофинансирования снижается, а дата кредитных ресурсов и средств, привлеченных на рынке ценных бумаг, и эмиссия ценных бумаг возрастают. В условиях депрессии, спада, наоборот, доля кредита и ценных бумаг из-за высокого процента снижается, а доля самофинансирования возрастает.



Таким образом, прослеживается прямая связь между развитием субъектов предпринимательской деятельности (в первую очередь корпораций, которые основаны на началах членства) и рынком ценных бумаг. **Само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг.** Именно посредством его инфраструктуры корпорации получают необходимые для своего развития финансовые ресурсы (посредством продажи акций, облигаций и т. п.), а инвесторы (владельцы акций) становятся участниками корпоративных образований. Взаимосвязь между рассматриваемыми институтами наиболее четко прослеживается в исто-

возможность выпускать т. н. коммерческие бумаги (commercial papers) с коротким сроком обращения.

⁷ Под самофинансированием в современной науке понимается процесс использования хозяйствующим субъектом следующих внутренних источников финансирования: амортизационных отчислений и нераспределенной прибыли (Подробнее см.: Ковалев В. В. Финансовый менеджмент. М., 2011. С. 764–765).

⁸ Рынок ценных бумаг: учебник/А. Б. Басс [и др.], под ред. Е. Ф. Жукова. М., 2010. С. 2.

рическом аспекте. Массовое возникновение акционерных обществ всегда сопровождалось ростом торгов на рынке, что провоцировало его бурное развитие⁹.

Наряду с понятием «рынок ценных бумаг» довольно часто употребляется и другая конструкция: «фондовый рынок». Последнее словосочетание в русском языке образовалось от термина «фонды», которым, наряду с понятием «эффекты», обозначались отдельные разновидности ценных бумаг. В свою очередь, слово «фонды» происходит от итальянского «fondo» – в средневековой Италии так обозначались ценные бумаги¹⁰. В экономической и юридической литературе упомянутые термины используются как равнозначные¹¹. Нет никаких оснований отходить от сложившихся традиций, и поэтому в настоящем учебнике *понятие «рынок ценных бумаг» будет использоваться наравне с термином «фондовый рынок»*.

В последние годы в законодательстве России наметилась тенденция узкой трактовки словосочетания «**финансовый рынок**» при одновременном сокращении употребления понятия «**рынок ценных бумаг**». Очевидно, это произошло в связи с образованием в 2004 году органа исполнительной власти – Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР)¹². В нормативных актах понятие «финансовый рынок» стало использоваться с оговоркой об исключении из него целого ряда сегментов, таких как страховая, банковская и аудиторская деятельность¹³. Однако с добавлением ФСФР полномочий по надзору за страховой деятельностью соответственно расширилось понимание финансового рынка и в нормативных актах¹⁴. Скорее всего, учитывая возрастающую сложность процессов, происходящих на рынках капиталов, регулирующие органы и законодатели постепенно избегают употребления понятия «ценные бумаги», заменяя его более широким – «финансовые инструменты», включающим в себя и ценные бумаги, и производные финансовые инструменты¹⁵. Соответственно, все чаще используется термин «финансовый рынок» вместо «рынок ценных бумаг».

Пожалуй, наиболее важный **положительный эффект** рынка ценных бумаг состоит в том, что он позволяет в максимально короткие сроки обеспечить перелив капитала из отраслей, теряющих имеющийся потенциал развития, в новые более перспективные сферы экономической деятельности. Благодаря этому, повышается эффективность национальной

⁹ Подробнее см. во 2-й главе.

¹⁰ Подробнее см.: Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России/сост. по лекциям проф. А. Г. Гусакова. СПб, 1905. С. 179. Стоит отметить также, что известный европейский экономист начала XX века Рудольф Гильфердинг под фондами понимал ценные бумаги в самом широком смысле (Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. М., 1912. С. 178).

¹¹ Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011. С. 15; Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебно-практическое пособие. М.: Юрист, 2008. С. 8.; Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995. С. 100.

¹² Указ Президента РФ от 9 марта 2004 года № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти».

¹³ См., например, п. 1 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утв. Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 317.

¹⁴ Пункт 1 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утв. Постановлением Правительства РФ от 29 августа 2011 года № 717.

¹⁵ См. ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг, 2 абз. 1-го раздела: Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утв. Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 года № 2043-р.

экономики, происходит рациональное распределение ресурсов, при этом отсутствует необходимость воздействия на происходящие процессы третьими лицами, например, государством¹⁶. Очевидно, во многом в связи с отмеченной особенностью, законодательства развитых стран, с одной стороны, устанавливают жесткие требования в отношении эмитента ценных бумаг по раскрытию информации (обеспечивают получение инвестором объективной информации о компании), а с другой – создают режим максимального комфорта для отчуждения и приобретения ценных бумаг их владельцами (это приводит к увеличению оборота ценных бумаг и более интенсивному перераспределению финансовых ресурсов).



В то же время нельзя не отметить и наиболее известную **негативную особенность** рынка ценных бумаг. Как отмечают многие исследователи¹⁷, ему свойственна высокая чувствительность к политическим, экономическим, правовым изменениям в стране и за рубежом. *По своей сути фондовый рынок – это «рынок ожиданий», его участники строят свое поведение, во многом опираясь на свои субъективные представления о будущем.*

Следовательно, на фондовом рынке в той или иной форме присутствует спекуляция, то есть перепродажа одного и того же товара по разным ценам, и получение прибыли на разнице цен покупки и продажи. Именно поэтому во многих странах мира приняты нормативные акты, противодействующие распространению как инсайдерской информации (противодействие спекулянтам, обладающим определенными сведениями), так и манипулированию рынком (снижает вероятность резких перепадов курсовой стоимости ценных бумаг)¹⁸.

¹⁶ Что интересно, данное обстоятельство отмечалось и учеными, исследовавшими рынок ценных бумаг в начале XX века (см. Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market. P. 493.), и нашими современниками (см. Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. М., 2011. С. 12).

¹⁷ Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. С. 10.

¹⁸ Например, Директива Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2003/6/EC от 28 января 2003 года «Об инсайдерской торговле и манипулировании рынком (рыночных махинациях)» (DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003) on insider dealing and market manipulation (market abuse).

Сущность рынка ценных бумаг традиционно привлекала к себе исследователей. Например, в начале XX века были популярны труды Рудольфа Гильфердинга, в частности, «Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма»¹⁹. Австрийским исследователем были обозначены три базовых основания фондового рынка²⁰. Во-первых, это наличие фондовых ценностей как основы фиктивного капитала. Интересно, что ученый не приравнивал цену акции к доле капитала предприятия. Он утверждал, что цена – это капитализированная доля дохода. Именно данное обстоятельство приводит к колебанию стоимости акций, ведь стоимость активов предприятия более устойчивая величина, чем его доход. По своей сути цена акции и составляет так называемый фиктивный капитал, возникающий вне производственного процесса.

Во-вторых, Гильфердинг выделял необходимость фондовой биржи как рынка обращения фондовых ценностей. Экономическое значение фондовой биржи, по мнению исследователя, состоит в постоянно действующем механизме монетизации фиктивного капитала, то есть его трансформации в денежный капитал и наоборот. Акционер в любое время может продать принадлежащие ему ценные бумаги, извлечь вложенный капитал и перенести его в иные сферы.

В-третьих, отмечались растущие притязания потенциальных и реальных инвесторов на доход. Исследователь считая акционерный капитал инвестиционно привлекательным и подчеркивая среди преимуществ акционерного общества по сравнению с индивидуальными предприятиями легкость привлечения капитала и большую способность накопления.

В специальной литературе довольно распространен такой подход, при котором фондовый рынок фактически **сводится к обращению ценных бумаг**. Например, Е. А. Суханов под *рынком ценных бумаг* понимает «...совокупность сделок, совершаемых участниками имущественного оборота по поводу ценных бумаг»²¹. В то же время, Е. Г. Хоменко полагает, что рынок ценных бумаг – это сфера обращения товара особого рода по установленным правилам на соответствующей территории между заинтересованными субъектами (участниками)²². Другой автор, М. И. Петров, в общем виде определяет рынок ценных бумаг как совокупность, систему экономических отношений, возникающих между лицами, которые в установленном законодательством порядке наделены правом на осуществление финансовых операций в отношении оборачивающихся на рынке объектов (ценных бумаг)²³.

Однако указанные выше авторы не учитывают, что на фондовом рынке между его участниками возникают разноплановые отношения, не только напрямую связанные с оборотом ценных бумаг. Вряд ли следует воспринимать рынок ценных бумаг всего лишь как совокупность сделок. Это далеко не так. Для того чтобы инвестор приобрел акции, принадлежащие эмитенту, необходимо последовательно совершить целый ряд действий, направленных на выпуск ценных бумаг, их регистрацию и т. д. То есть, чтобы осуществить успешную эмиссию, одних намерений эмитента и потенциального покупателя ценных бумаг будет недостаточно. Равно как и при отчуждении, например, облигаций от одного инвестора другому. Это было бы невозможно без наличия системы, учитывающей права на ценные бумаги.

Итак, эффективная работа фондового рынка обеспечивается наличием соответствующей инфраструктуры, в которую входят фондовая биржа, организаторы торговли на рынке, брокеры, дилеры, клиринговые организации, регистраторы, депозитарии, рейтин-

¹⁹ Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. 7-е изд. 2011. С. 480.

²⁰ Цит. по: Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг. М.: ИНФРА-М, 2011. С. 20–29.

²¹ Суханов Е. А. Вступительная статья // к книге Белова В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве/Под ред. проф. Е. А. Суханова. М., 1996. С. 3.

²² Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. С. 11.

²³ Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. СПб., 2005. С. 72.

говые агентства и т. д. Функционирование столь сложной структуры требует регулирующего воздействия со стороны государственных органов, а в ряде случаев и саморегулируемых организаций. Следовательно, рынок ценных бумаг характеризуется наличием сложной системы взаимоотношений между различными субъектами, что, в свою очередь, влияет и на особенности правового регулирования данной сферы.

Представляется возможным вслед за А. В. Габовым выделить следующие *блоки общественных отношений*, возникающих на рынке ценных бумаг:

- 1) в связи с созданием ценной бумаги как объекта гражданских прав (эмиссия ценных бумаг и иные формы возникновения ценных бумаг) и с их присвоением эмитентом;
- 2) в связи с обращением ценных бумаг;
- 3) в процессе осуществления субъектами учетной системы своих функций по учету прав владельцев ценных бумаг (требующих такого учета²⁴);
- 4) в процессе осуществления инвестиционной деятельности;
- 5) вследствие осуществления субъективных гражданских прав, закрепленных ценной бумагой;
- 6) в процессе осуществления профессиональных и иных тесно с ними связанных видов деятельности на рынке ценных бумаг;
- 7) в процессе государственного регулирования рынка ценных бумаг²⁵.

На рынке ценных бумаг существует несколько **групп участников**: эмитенты (прежде всего корпорации), инвесторы, посредники и иные организации, обеспечивающие функционирование инфраструктуры рынка, саморегулируемые организации, органы государства. Каждый из участников выполняет определенную функцию на рынке и имеет соответствующие особенности. Право регулирует возникающие на рынке отношения, деятельность по достижению целей, стоящих перед участниками, определяет правовой статус каждого из них.

Между всеми участниками рынка ценных бумаг существует тесная взаимосвязь, каждый из них занимает свое место в общей системе отношений. Так, эмитент и инвестор формируют спрос и предложение на рынке, деятельность посредников – профессиональных участников рынка – направлена на повышение эффективности рыночных отношений, достижение целей, а государственные органы призваны контролировать и обеспечивать интересы всех участников рынка.

Исходя из вышеизложенного, можно сформулировать следующее **определение рынка ценных бумаг**:

***Рынок ценных бумаг** – это система взаимоотношений по поводу ценных бумаг и иных финансовых инструментов, возникающая между эмитентами, инвесторами, профессиональными участниками и иными лицами, функционирование которой обеспечивается регулирующим воздействием государства, а также основывается на принципах саморегулирования.*

Необходимо особо подчеркнуть, что в рамках курса правового регулирования рынка ценных бумаг основное внимание должно быть уделено предпринимательской деятельности субъектов рынка ценных бумаг. Исследование же предметов (объектов) рынка ценных бумаг, бесспорно, является важной задачей, в том числе и права, однако необходимо учитывать, что ценные бумаги являются объектами гражданского права, и их изучение – предмет курса гражданского права.

²⁴ Не все ценные бумаги подлежат специальному учету.

²⁵ Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. С. 16–19.

1.2. Функции и виды рынка ценных бумаг

Фондовый рынок – это всего лишь зеркало, которое <...> с некоторой задержкой отображает лежащую в основе экономическую ситуацию. Причины и следствия, которыми связана экономика и фондовый рынок, никогда не меняются.

John Kenneth Galbraith «The Great Crash 1929» 1954

Для того чтобы изучить различные особенности рынка ценных бумаг целесообразно рассмотреть его отдельные функции и виды. Сам по себе рынок ценных бумаг обладает **функциями**, свойственными в целом рыночной экономике.

1. Общие функции:

- повышение эффективности функционирования первичных рынков, обеспечение конкуренции на них (товарный и т. п.)²⁶;
- трансформация сбережений в инвестиции;
- обеспечение стабильности функционирования рыночной экономики;
- определение спроса, предложения и цены на соответствующие товары рынка;
- информационная функция²⁷.

2. Специальные функции:

- страхование финансового и денежного рынков, а также рисков, возникающих в результате предпринимательской деятельности на рынке;
- аккумуляирование необходимых средств для решения конкретных задач производства в различных отраслях экономики;
- пополнение государственного бюджета и др.²⁸

Таким образом, рынок ценных бумаг, выполняя вышеназванные функции, оказывает воздействие как на сферы экономической деятельности, так и на ее участников.

Далее подробнее стоит рассмотреть **виды рынка ценных бумаг**. Рынок ценных бумаг состоит из отдельных, хотя и взаимосвязанных элементов – видов, которые, в свою очередь, выделяются на основе тех или иных классификационных признаков:

²⁶ Здесь имеется в виду повышение возможности у различных участников рынка привлечь дополнительные средства для развития предприятия на фондовом рынке.

²⁷ На основании данных фондового рынка можно сделать вывод об общем состоянии национальной и мировой экономики. В качестве таких показателей (индикаторов) выступают различные фондовые индексы (например, в России индексы ММВБ, в США – Dow Jones и т. д.).

²⁸ К сожалению, зачастую правительства разных стран злоупотребляют своим правом на выпуск долговых ценных бумаг, пытаясь заменить средствами, вырученными от эмиссии ценных бумаг, иные бюджетные поступления. Обычно это заканчивается весьма плачевно, вспомним, хотя бы объявление в России дефолта (отказ исполнения обязательств) по государственным краткосрочным бескупонным облигациям и облигациям федеральных займов (ГКО/ОФЗ).



1. В зависимости от финансовых инструментов, являющихся предметом отношений между участниками рынка ценных бумаг, выделяют:

- рынок акций;
- рынок облигаций, в том числе государственных;
- рынок производных финансовых инструментов.

Каждый из указанных выше рынков имеет свои особенности, связанные с сущностью объектов, обращающихся на них. Например, рынок акций более подвержен колебаниям в сравнении с рынком облигаций. Помимо прочего, это связано с большим количеством факторов, влияющих на стоимость акций, а также невозможностью вернуть денежные средства, вложенные в ценные бумаги, другими способами, кроме их продажи другому инвестору²⁹. Вместе с акциями инвесторы приобретают и право на управление обществом, что не может не сказаться на их поведении на рынке. Более того, рынок акций, характеризующийся активным участием, как рынок капитала достаточно тесно связан с особенностями управления акционерными обществами.

На курсовую стоимость акций оказывают влияние проходящие корпоративные мероприятия. В преддверии общих собраний акционеров в организациях, акции которых обращаются на фондовой бирже, могут наблюдаться плановые скупки ценных бумаг в целях временного увеличения пакетов акций, принадлежащих действующим акционерам, и, следовательно, оказания влияния на принимаемые решения. После проведения собраний приобретенные акции, как правило, продаются. Например, в преддверии переизбрания совета директоров ОАО ГМК «Норильский никель» активизировалась скупка депозитарных расписок компании (ADR). За неделю неизвестный инвестор приобрел расписки в объеме 2 % от уставного капитала ГМК почти на \$1 млрд³⁰! Рынок облигаций

²⁹ Хотя из указанного правила бывают и исключения, в частности, когда по требованию акционеров само акционерное общество обязано осуществлять выкуп у них акций (ст. 75 ФЗ «Об акционерных обществах»)

³⁰ Аскер-заде Н. Игра на поражение/Н. Аскер-заде, М. Черкасова, А. Шарипова//Коммерсантъ. № 173/11 (3749). М., 2007. Электрон, вере, печат. публ. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/807684>.

менее подвержен резким колебаниям курсовой стоимости, что, конечно же, определяется долговой природой обращающихся на нем ценных бумаг.

Производные финансовые инструменты, несмотря на их востребованность рынком, вплоть до конца 2009 года имели слабое нормативное основание. Ситуация изменилась лишь с внесением изменений в целый ряд правовых актов: от Налогового кодекса до Закона «О рынке ценных бумаг»³¹.

2. По связи объектов рынка ценных бумаг с их выпуском и обращением выделяют:

– *первичный рынок* – это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов;

– *вторичный рынок* – это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги.

Казалось бы, эмитент должен быть заинтересован судьбой выпускаемых им ценных бумаг лишь на первичном рынке. Ведь только здесь он привлекает средства для своего развития. Однако на практике игнорирование вторичного рынка может негативно отразиться на стоимости ценных бумаг эмитента. В специальной литературе отмечается, что роль и значение вторичного рынка для эмитента вызвано двумя основными факторами³²:

1) здесь устанавливаются стоимостные параметры ценных бумаг эмитентов: при росте цен последующие выпуски ценных бумаг эмитент будет размещать по более высоким ценам;

2) инвесторы будут приобретать ценные бумаги у эмитента в процессе размещения, если у них есть уверенность в том, что впоследствии они смогут продать эти ценные бумаги на вторичном рынке.

Как правило, ни стоимость ценных бумаг, ни условия совершаемых с ними сделок не отличаются в зависимости от рынка. Однако из этого правила также есть исключения. Например, в конце 1992 – начале 1993 года сформировался обширный вторичный рынок государственных приватизационных чеков. Ваучеры, покупаемые за наличные, перепродавались партиями за безналичный расчет по более высокой цене оптовым покупателям с рентабельностью до 50 % на каждом чеке³³.

3. По степени урегулированности отношений можно выделить:

– **организованный рынок** ценных бумаг, в рамках которого существуют биржевой рынок и рынок, функционирующий на площадках организаторов торговли – профессиональных участников;

– **неорганизованный рынок** ценных бумаг, участниками которого могут быть даже физические лица.

Первоначально **организованный рынок** ценных бумаг располагался в пределах биржи. У нее могло быть специальное назначение – осуществлять торговлю исключительно ценными бумагами, например, Фондовая биржа в Лондоне³⁴. В ряде случаев торговля ценными бумагами осуществлялась в рамках обычной товарной биржи, например, в 1900 году на Санкт-петербургской бирже был создан фондовый отдел³⁵. Как отмечает Б. Т. Кузнецов, возникновению внебиржевого рынка способствовали высокие комиссионные платежи, жесткие ограничения допуска на биржи ценных бумаг, монопольное положение членов

³¹ Федеральный закон от 25 ноября 2009 года № 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». В частности, в ст. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» появилось определение производных финансовых инструментов.

³² Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. С. 21.

³³ Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002. С. 113.

³⁴ См. например: Michie R. C. The London Stock Exchange. A History. Oxford. 2001.

³⁵ Высочайше утвержденное положение Комитета Министров от 27 июня 1900 года «Об образовании на Санкт-Петербургской бирже фондового отдела» (ПСЗ-3. Т. 20. Ч. 1. № 18946. С. 860).

биржи и т. д.³⁶ Кроме того, с развитием технологий стало значительно проще формировать организованные площадки, на которых проводится торговля ценными бумагами. Наиболее интенсивно это стало осуществляться в связи с появлением компьютерной техники и сети Интернет.

В США наряду с Нью-Йоркской фондовой биржей (NYSE) с февраля 1971 года существовал организатор торговли, получивший название «Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг» (NASDAQ). До падения фондового рынка в октябре 1987 года торги осуществлялись на этой площадке исключительно по телефону. Но после этих событий, произошедших из-за того, что сложно было дозвониться до участников торгов, постепенно получает распространение метод электронной торговли³⁷. Кстати, в 2006 году NASDAQ Stock Market был зарегистрирован в качестве Национальной фондовой биржи США³⁸. Это обстоятельство еще раз подтвердило появившуюся тенденцию сближения бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Подобные тенденции присутствуют и в России. В частности, в конце 2010 года руководство ОАО «Московская фондовая биржа» приняло решение обратиться в Федеральную службу по финансовым рынкам с заявлением о прекращении действия лицензии фондовой биржи. Вместо прежней была получена лицензия на осуществление деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Это снизило в два раза требования законодательства по размеру уставного капитала организации³⁹.

Следует отметить, что круг ценных бумаг, не торгуемых на бирже, довольно широк: например, рынок государственных облигаций в США и международный рынок еврооблигаций являются внебиржевыми⁴⁰.

Отечественное законодательство долгое время лишь косвенно определяло понятие организованного рынка. Этот термин в фискальных целях раскрывался в налоговом законодательстве (п. 3 ст. 214.1 и п. 2 ст. 280 Налогового кодекса). При этом оба определения противоречили друг другу. Ситуация изменилась после принятия Федерального закона от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах». Согласно подп. 7 п. 1 ст. 2, **организованные торги** – торги, проводимые на регулярной основе по установленным правилам, предусматривающим порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи товаров, ценных бумаг, иностранной валюты, договоров репо и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами. Таким образом, в качестве основных признаков организованного рынка в законодательстве особо выделяется:

1) регулярный характер торгов;

2) наличие особого порядка допуска к торгам. **Неорганизованный (или уличный) рынок.** В западной практике именно здесь проходит основная масса всех первичных размещений, атаки «осуществляется торговля ценными бумагами худшего качества по сравнению с обращающимися на бирже⁴¹. В российской практике справедливо первое утверждение, однако говорить о том, что ценные бумаги на неорганизованном рынке хуже тех, что

³⁶ Кузнецов Б. Т. Рынок ценных бумаг. М., 2011. С. 12.

³⁷ Burton M., Nesiba R. F., Brown B. An Introduction to Financial Markets and Institutions. P. 308.

³⁸ Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments/ed. by Frank J. Fabozzi. New Jersey, 2008. P. 130.

³⁹ Аскер-заде Н. Нефондовая биржа//Ведомости. № 245 (2763). 2010.

⁴⁰ Ремнев А. Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг//Рынок ценных бумаг. № 5. 2001. С. 21.

⁴¹ Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 119.

торгуются на бирже, нельзя. В связи с недостаточной развитостью фондового рынка многие крупные отечественные компании не проходили процедуру листинга своих акций на бирже. Однако это обстоятельство не сказывается на их благосостоянии.

В последнее время благодаря распространению web-технологий, бурному росту интернет-компаний, развитию сферы венчурного инвестирования, на рынке все большую популярность приобретают новые способы взаимодействия между инвесторами.

Акции многих высокотехнологичных компаний не обращаются на фондовых биржах, их публичное размещение среди инвесторов еще только готовится. Однако многие сотрудники подобных компаний владеют их акциями и готовы продать их заинтересованным лицам. В настоящее время подобные сделки осуществляются на следующих площадках в сети Интернет: **SecondMarket** (<https://www.secondmarket.com>) и **SharesPost** (<http://www.sharespost.com>). Первая зарегистрирована в качестве брокера-дилера и альтернативной торговой системы (alternative trading system) Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), вторая первоначально имела статус т. н. **пассивной доски объявлений** (passive bulletin board). Хотя на указанных интернет-площадках совершаются сделки с различными ценными бумагами, все же основой их деятельности являются акции таких компаний, как Facebook (до своего публичного размещения), Twitter, Foursquare, Dropbox, Groupon, LinkedIn и т. п.

Деятельность указанных компаний привлекла внимание государственного регулятора. Дело в том, что SEC была обеспокоена тем, что на фоне очередного интереса к венчурным проектам на подобных интернет-площадках с учетом отсутствия должного государственного контроля повысится риск манипуляций и необоснованного завышения цены на акции частных компаний, предлагаемых к продаже. Имелся риск и иных нарушений: многие инвесторы не учитывают то обстоятельство, что право преимущественной покупки продаваемых акций принадлежит иным акционерам частной компании⁴². Все это привело к изменению правового статуса операторов указанных сайтов. В частности, **SharesPost** была вынуждена подать заявку на регистрацию в качестве брокера-дилера и альтернативной торговой системы⁴³.

4. По территориальному признаку выделяют следующие рынки ценных бумаг:

- национальные рынки;
- международные рынки.

5. В зависимости от того, кто является эмитентом, выделяют:

- рынок корпоративных ценных бумаг;
- рынок государственных ценных бумаг.

⁴² Подробнее см.: Mendelson Feld B. *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. New Jersey, 2011; Pepitone J. SecondMarket trading doubles in private company stock. URL: <http://money.cnn.com>; Lattman P. Stock Trading in Private Companies Draws S. E.C. Scrutiny. URL: <http://dealhook.nytimes.com>.

⁴³ Подробнее о SecondMarket и SharesPost см.: Pollman E. Information issues on Wall Street 2.0 University of Pennsylvania Law Review. Vol. 161.No. 179.2012.P. 195–196.



Существуют и иные основания классификации фондовых рынков⁴⁴.

Традиционно считается, что в каждом государстве существуют различные системы организации рынка ценных бумаг. В этой связи говорят о наличии различных **моделей фондового рынка**. Базовыми моделями считаются *американская модель (США)* и *немецкая модель (ФРГ)*⁴⁵. В остальных государствах в той или иной степени сочетаются различные черты, присущие указанным выше моделям, что позволяет говорить об их смешанном характере (и Россия не является исключением).

Существуют и иные подходы к изучению моделей фондового рынка. Например, Б. М. Ческидов⁴⁶ на основании такой экономической категории как достаточность капитала выделяет пять основных моделей рынков ценных бумаг развитых стран мира:

- 1) модель абсолютно недостаточного капитала (Италия и др.);
- 2) модель относительно недостаточного капитала или форсированная (Германия и др);
- 3) модель избыточного капитала или лидирующая (Англия, США);
- 4) модель достаточного капитала (Скандинавия, Австралия);
- 5) переходные модели (Голландия, Франция).

Модель рынка ценных бумаг в России (равно как и в Российской империи, а также в странах СНГ), по мнению исследователя, относится к модели абсолютно недостаточного капитала.

⁴⁴ По видам сделок, по инвесторам, по срокам, по отраслевому признаку, по видам применяемых технологий, в зависимости от размера и известности компании, по принципу возвратности денежных средств инвестору и т. д. (Подробнее см.: Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 108–135; Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. С. 22–25).

⁴⁵ Некоторые авторы еще выделяют т. н. «китайскую модель». Например, С. С. Семенов в качестве особенности этой модели выделяет сочетание национальной биржи – Шанхайской и международной Гонконгской (Семенов С. С. Перспективы развития российского фондового рынка. М., 2005. С. 28–29).

⁴⁶ Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг. СПб, 2006. С. 11.

Таблица основных показателей моделей фондового рынка ⁴⁷

Показатель модели фондового рынка	Страны		
	Германия	США	Россия
Принадлежность фондовых бирж	полностью или частично находятся под контролем государства	принадлежат негосударственным организациям	находятся под косвенным контролем государства ² , а также принадлежат негосударственным организациям
Развитость внебиржевого рынка ценных бумаг	низкая	высокая	высокая

контролем государства⁴⁸

⁴⁷ Таблица составлена на основе следующих источников: Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. С. 13–15; Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. 2009. P. 7; Молотников А.Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролирующих, крупных и миноритарных акционеров в России//Предпринимательское право, 2009. № 1. СПС «КонсультантПлюс». URL: <http://www.consultant.ru/law/review/other/xm2009-04-15.html>.

⁴⁸ Например, корпоративный контроль над крупнейшей биржей в России ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» принадлежит Банку России совместно с компаниями, акции которых принадлежат Российской Федерации (например, ОАО «Сбербанк России», Госкорпорация Внешэкономбанк, Банк ВТБ (ОАО) и т. д). Подробнее см.: Состав акционеров ОАО Московская Биржа, которые имеют 5 и более процентов голосов в высшем органе управления ОАО Московская Биржа по состоянию на 27 февраля 2013 года (<http://fs.rts.micex.ru/files/299>).

Показатель модели фондового рынка	Страны		
	Германия	США	Россия
Концентрированность акционерных капиталов (количество акций, находящихся в свободном обращении)	средняя	низкая	высокая
Ограничения на деятельность банков на рынке ценных бумаг	отсутствуют	долгое время существовали в соответствии с Законом 1933 года Гласса-Стигола (Glass-Steagall Act), в 1999 году основные ограничения были отменены (Закон Грэмма-Лича-Блайли — Gramm-Leach-Bliley Act) ²	отсутствуют

(Закон Грэмма-Лича-Блайли — Gramm-Leach-Bliley Act)⁴⁹

⁴⁹ В связи с произошедшим в 2007–2008 годах финансовым кризисом стала широко обсуждаться мысль о необходимости вернуться к закону Гласса-Стигола, т. к. многократно увеличившиеся активы банков представляют угрозу национальной экономике в случае возникновения у банков финансовых затруднений (см. например, статью руководителя Федерального Резервного Банка Канзас-Сити Томаса Хонига: Hoenig T. Too Big to Succeed [Electronic resource] //The New York Times. 2010. URL: <http://www.nytimes.com/2010/12/02/opinion/02hoenig.html>.

1.3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг

...Американская экономика не стоит на месте, значит, не могут застыть и нормы, которые ее регулируют <...> Старые институты не в состоянии надлежащим образом контролировать изменившиеся общественные отношения. Однако, вместо осмысленной реформы, <...> мы слишком часто оправдываем этику жадности, обхода закона, инсайдерской торговли. А ведь все эти факторы в долгосрочной перспективе таят в себе угрозу стабильности нашей экономической системы.

Это случилось в 1980-е годы <...> и это произошло снова уже в этом десятилетии, отчасти в связи с тем как мы дерегулировали рынок финансовых услуг. После того как мы отменили устаревшие правила, вместо того, чтобы их обновить, мы были вынуждены осуществлять контроль за новыми практиками XXI века при помощи подходов века XX.

Речь кандидата в президенты США Барака Обамы 16 сентября 2008 года в Колорадо⁵⁰

По мере развития фондового рынка усложняются и отношения между его участниками. Игнорирование новых явлений, возникающих на рынке, может привести к весьма плачевным результатам не только для участников рынка ценных бумаг, но и для простых граждан. В частности, одной из многочисленных причин, приведших к недавнему финансовому кризису в 2007–2008 годах, считается недостаточное регулирование деятельности рейтинговых агентств, что привело к массовому снижению рейтингов многих участников рынка, это дезориентировало инвесторов и спровоцировало их на сложение средств в сложные финансовые инструменты (например, новые формы секьюритизации⁵¹), предлагаемые этими участниками⁵².

Разумеется, динамичное развитие рынка ценных бумаг приводит к изменению законодательства, а также установлению новых подходов к осуществлению государственного регулирования. К примеру, корпоративное законодательство весьма чувствительно к изменению ситуации именно на рынке ценных бумаг. Широкомасштабное падение фондового рынка в США в конце 20-х годов прошлого столетия привело к пересмотру основ правового регулирования рынка ценных бумаг и корпораций. В результате подавляющее большинство современных юрисдикций имеет специальное законодательство, регулирующее положение публичных компаний, строго регламентирующее куплю-продажу акций, раскрытие информации о деятельности корпорации, структуру ее управленческих органов⁵³ и т. п.

В эпоху становления рынка ценных бумаг многие исследователи вместо изучения протекающих на рынке процессов в целях их должного регулирования начинали резко его критиковать, весьма спорно оценивая его значение для экономики. Для иллюстрации этого обратимся к примеру

⁵⁰ Цит. по: The American Presidency Project [Electronic resource]/Gerhard Peters. 1999–2013. URL: www.presidency.ucsb.edu.

⁵¹ Под секьюритизацией в самом простом смысле понимается выпуск ценных бумаг, обеспеченных определенным активом, преимущественно финансовыми инструментами, приносящими регулярный доход (например, закладными и т. п.).

⁵² Wallenstein S. The roots of the financial crisis //Capital Markets. Law Journal. 2009. Vol. 4. No. SL.P. 15–16.

⁵³ Подробнее см. соответствующие главы настоящей работы.

Великобритании XVII века. Тогда высказывались следующие негативные точки зрения:

- рынок основан на лжи и манипулировании;
- увеличивается количество политических рисков в связи с манипулированием стоимостью государственных ценных бумаг;
- растет социальная нестабильность;
- рынок ценных бумаг ничего не прибавляет к национальному благосостоянию⁵⁴.

Многие представители общественности обрушивались с резкой критикой на основы рынка ценных бумаг, среди них был известный писатель Даниель Дефо⁵⁵. Правда, злые языки утверждают, что причиной его негодования стала личная обида: он потерял £200, вложив их в акции компании по подъему затонувших кораблей⁵⁶.

Как уже отмечалось, рынок ценных бумаг является одним из основных источников финансирования корпораций, конкурируя по эффективности с рынком кредитных ресурсов. В то же время, современный законодатель учитывает отрицательный исторический опыт, связанный с обманом и злоупотреблением доверием инвесторов, вложивших свои средства в акции либо облигации разорившихся компаний. Именно поэтому инфраструктура рынка ценных бумаг направлена на пресечение случаев нарушения прав инвесторов, на корректировку поведения недобросовестных эмитентов, а не на ликвидацию таких корпораций⁵⁷.

В последние десятилетия в западных странах произошли серьезные изменения на рынке ценных бумаг, которые, в конечном счете, оказали серьезное воздействие и на современные корпорации⁵⁸:

- 1) увеличилась доля институциональных инвесторов;
- 2) развиваются компьютерные технологии, в том числе сети Интернет;
- 3) происходит глобализация рынков.



⁵⁴ Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 32–37.

⁵⁵ См., например, издание Defoe D. An Essay upon Projects Icon Classics. 2008.

⁵⁶ Banner S. Anglo-American securities regulation. P. 29.

⁵⁷ Например, Гуреев В. А. отмечает интересную особенность российского дореволюционного законодательства. По его мнению, оно не было ориентировано на защиту отдельно взятого акционера. Главным же средством борьбы с массовыми нарушениями было закрытие таких компаний. (Гуреев В. А. Проблемы защиты прав и интересов акционеров в Российской Федерации. М. 2007. С. 19).

⁵⁸ Подробнее см.: Loss L., Seligman I. Fundamentals of securities regulation. Aspen publishers, 2003. P. 729–731. Авторы исследовали рынок США, однако их доводы можно считать справедливыми и для других развитых стран.

Следует отметить, что в России институциональные инвесторы *пот не оказывают такое же серьезное воздействие на рынки ценных бумаг и на систему управления корпорациями, как в США или Великобритании*⁵⁹. Это обусловлено различными причинами. Прежде всего, кризис доверия к финансовым институтам и неуверенность в стабильности экономики, свойственные широким кругам участников рынка, приводит и к нежеланию частных инвесторов вкладывать свои средства в фондовый рынок, тем более посредством паевых или пенсионных фондов. К тому же многие отечественные компании отличаются концентрированной структурой акционерного капитала, не допуская обращение на рынке своих акций.

В последнее время участники рынка обращают внимание на изменение традиционной модели осуществления инвестиционной деятельности со стороны крупнейших участников рынка. В частности, по мнению исполнительного директора Дойчебанка в России Павла Теплухина, инвестиционно-банковский бизнес как бизнес-модель в классическом понимании этого слова до 2008 года, перестал существовать. Полностью исчезла бизнес-модель, которая работала в «Тройке Диалог» или в «Ренессансе». В настоящее время мир находится в поисках новых тенденций развития финансового сектора. **Корпоративно-инвестиционный бизнес (СИБ) как конструкция в последнее время стал завоевывать большую популярность.** Он объединяет в себе и классическую инвестиционно-банковскую составляющую (корпоративные финансы, M&A, рынки капиталов, иногда управление активами), и корпоративную часть: участие в финансировании крупных корпораций через различные инструменты (синдицированные кредиты, облигационные выпуски и другие форматы). В России пионером этого бизнеса стал ВТБ с компанией «ВТБ Капиталом». Остальные постепенно начали переходить на этот формат⁶⁰.

Таким образом, если учитывать фундаментальное значение рынка ценных бумаг для успешного функционирования экономики, то ему необходимо пристальное внимание государства. Опыт октября 1929 года, а также осени 2008 года⁶¹ доказал, что рынок ценных бумаг требует не только пристального внимания, но и активного вмешательства со стороны государства. *Именно в этом сегменте экономики наиболее ярко проявляется сочетание публичных и частных интересов. В целях стабилизации ситуации на фондовом рынке активная роль должна принадлежать не только организаторам торгов на рынке ценных бумаг, например, фондовым биржам, но и государственным регулирующим органам.* Вот почему ФСФР в условиях обвального снижения котировок акций приостанавливала торги на основных биржевых площадках страны и предпринимала иные меры, которые, хотя и ограничивали права участников, однако оказывали стабилизирующее воздействие на рынок в целом.

Критики чрезмерного государственного регулирования отмечают, что зачастую государственные структуры в стремлении предотвратить

⁵⁹ Как было сказано в 1980 году в Докладе Комитета Вильсона (Wilson Committee report) об институциональных инвесторах, владеющих акциями: «их возрастающее доминирование на «...» рынке капиталов стало одним из наиболее важных явлений в финансовой системе» (цит. по Cheffins Brian R. Corporate ownership and control. Oxford University Press. 2008. P. 344).

⁶⁰ Подробнее см.: Интервью с Павлом Теплухиным: Фондовый рынок стал удивительно плановым хозяйством// Коммерсантъ. № 241 (5026). 2012. Электрон, вере, печат. публ. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2092208>.

⁶¹ Значительное снижение индексов рынков ценных бумаг во всех развитых странах мира, сопряженное с кризисом в смежных отраслях экономики (например, на рынке недвижимости).

негативные явления на рынке накладывают на корпорации обязательства, ведущие к серьезным финансовым потерям для эмитентов. При этом абсолютно не просчитываются последствия таких регулирующих мер. В качестве примера зачастую приводится Закон Сарбенса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act), принятый в 2002 году. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC), иницируя этот нормативный акт, ожидала, что его принятие приведет к увеличению финансовой нагрузки на одну публичную компанию не более чем в \$91 000. В действительности же эта цифра составила более 3-х млн долларов⁶²!

Некоторые исследователи, например, Роберта Романо (Roberta Romano) вообще называют этот нормативный акт не иначе как «законодательным провалом» вместе с его инициативами по ужесточению регулирования аудиторов и сертификацией внутреннего контроля в организациях. Что характерно, этот нормативный акт был принят, несмотря на минимальную поддержку в академической среде⁶³.

Осознавая воздействие, оказанное на мировую экономику финансовым кризисом 2000-х годов, в ближайшее время следует ожидать изменения правового регулирования как финансового рынка в целом, так и рынка ценных бумаг. Для того чтобы определить специфику уже произошедших и еще только грядущих нововведений, необходимо рассмотреть **причины кризиса**, зародившегося в США.

В январе 2011 года был обнародован Отчет специально созданной Комиссии Конгресса США по расследованию причин финансового кризиса (The Financial Crisis Inquiry Commission)⁶⁴. Члены Комиссии пришли к выводу о том, что можно было бы избежать кризиса, если бы не возникли следующие причины его наступления:

- 1) большое число ошибок в регулировании и надзоре за финансовыми рынками страны;
- 2) просчеты в сфере корпоративного управления и области риск-менеджмента во многих крупных финансовых компаниях;
- 3) сочетание чрезмерных заимствований, рискованных инвестиций и недостаточной прозрачности участников рынка;
- 4) неподготовленность правительства к кризису, выразившаяся в противоречивости предпринимаемых действий, усугубила неопределенность и панические настроения на финансовых рынках;
- 5) системный сбой в этической сфере⁶⁵.

Также Комиссия выделила более частные факторы, усугубившие кризис:
– ненадлежащие стандарты ипотечного кредитования и секьюритизации;

⁶² Pitt Harvey L. Bringing financial services regulation into the twenty-first century//Yale Journal on Regulation. Vol. 25. No. 2. 2008. P. 321–322. Немаловажная деталь: автор столь резкого высказывания в адрес государственного регулирования в 2001–2003 годах как раз и возглавлял Комиссию по ценным бумагам и биржам США.

⁶³ Цит. по: Romano R. Regulating in the Dark//Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. 2012. URL: <http://ssrn.com/abstract=1974148>.

⁶⁴ См. официальный сайт: The Financial Crisis Inquiry Commission. URL: <http://www.fcic.gov/report>.

⁶⁵ Как в свое время замечал Н. И. Нерсесов, центральным понятием торгового права является доверие. (Торговое право: конспективный курс лекций по торговому и вексельному праву: Посмертное издание/Нерсесов Н. И., проф. Моек, ун-та; испр. и доп. А. Г. Гусаков. М. 1896. С. 13.). К сожалению, кризис выявил, что поведение многих участников рынка нарушает не только юридические, но и моральные нормы, приведя к возникновению т. н. кризиса доверия на рынке, что еще больше усугубило кризисные явления, оказывая воздействие на систему государственного регулирования рынком (подробнее о кризисе доверия в отношении системы государственного регулирования финансовым рынком в США см. Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. University of Pennsylvania Press. 2012).

- развитие внебиржевого рынка деривативов⁶⁶;
- деятельность рейтинговых агентств⁶⁷.

В связи с масштабами произошедшего кризиса⁶⁸ отдельные государства и мировое сообщество стремятся выработать новые подходы к функционированию экономики, в том числе и применимые на рынке ценных бумаг. *В качестве основных последствий финансового кризиса в сфере государственного регулирования фондового рынка необходимо выделить следующие:*

1. Усиление государственного регулирования (как в сфере правовой регламентации отношений, так и в сфере контроля и надзора за участниками рынка) рынка ценных бумаг с одновременным снижением значения саморегулирования на рынке:

- 1) принятие новой законодательной базы функционирования рынка ценных бумаг;
- 2) реформа контролирующих органов на рынке ценных бумаг.

2. Разработка концепции глобального регулирования финансовых рынков, включая рынок ценных бумаг.

В июле 2010 года Президентом США Бараком Обамой был подписан т. н. Закон Додда-Франка (Dodd-Frank Act⁶⁹). По отзывам декана школы права Йельского университета Роберта Поста (Robert Post), это крайне противоречивый закон, который, с одной стороны, устанавливает систему защиты потребителей финансовых услуг, а с другой – является угрозой для финансовой стабильности страны, нормативно закрепляя правило поддержки системообразующих участников рынка («too big to fail»)⁷⁰. Также меняются подходы к регулированию рынков деривативов, хедж-фондов, раскрытию информации корпорациями⁷¹.

Предпринимаются шаги по установлению систем наднационального финансового регулирования. В рамках проводимых регулярно встреч руководителей стран G20 уже выработано представление, что теория эффективности рынков неприменима для контроля возможных рисков. В связи с этим достигнуто общее понимание необходимости проведения реформ в целях усиления регулирования и надзора участников финансовых рынков⁷². Однако мировые лидеры так и не смогли договориться о том, каким образом должна выглядеть эта система глобального регулирования.

⁶⁶ В качестве деривативов (производных финансовых инструментов) выступают договоры, у стороны которых, в зависимости от случайных обстоятельств (изменение цен на ценные бумаги или товары, величины процентных ставок и т. п.), могут возникнуть обязанности по уплате определенных денежных сумм, совершение иных сделок. По словам авторов Отчета, в США ситуация усугубилась в 2000 году, когда было отменено регулирование внебиржевого рынка дериватов как на федеральном, так и на региональном уровнях.

⁶⁷ Достаточно сказать, что из общего количества ипотечных ценных бумаг, которым агентством Moody's в 2006 году присвоило наивысшую оценку AAA, впоследствии порядка 83 % испытали снижение этого рейтинга.

⁶⁸ Например, промышленный индекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average) в октябре 2007 года практически достиг 14 000 пунктов, а уже в марте 2009 года снизился до более чем в 500 пунктов! (по данным <http://www.djaverages.com>). Отрицательная динамика наблюдалась и на российских рынках: в 2008 году Индекс ММВБ превысил значение 1800 пунктов, а во втором квартале 2009 года – упал до 400 пунктов! (URL: [http://www.micex.ru/articles/file/4107/MICEX%20Index%20brochure%20\(rus\)%20JULY%202009.pdf](http://www.micex.ru/articles/file/4107/MICEX%20Index%20brochure%20(rus)%20JULY%202009.pdf)).

⁶⁹ The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. URL: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

⁷⁰ Подробнее о его содержании см.: Verstein A. and Roberta R. Assessing Dodd-Frank [Electronic resource]/Yale Law School Center. 2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=1884290>.

⁷¹ Подробнее о реформе регулирования финансовых рынков в США, см., например, официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США. URL: <http://www.sec.gov>.

⁷² Arner Douglas W. Adaptation and resilience in global financial regulation North Carolina Law Review. Vol. 89. R 101.2011 * P112-113. URL: <http://ssrn.com/abstract=M814964>.

В то же время на европейском уровне удалось построить новую систему «континентального финансового регулирования», так с января 2011 начала работу новая система надзора за финансовыми рынками, которая включает в себя:

- Европейский Банковский Регулятор (European Banking Authority);
- Европейскую организацию по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority);
- Европейскую организацию страхования и пенсионного обеспечения (European Insurance and Occupational Pensions Authority)⁷³.

Перераспределяются надзорные полномочия и на уровне отдельных стран. В США, очевидно, по примеру Канады, создается новый орган – Бюро по защите потребителей на финансовых рынках (Consumer Financial Protection Bureau)⁷⁴. В Великобритании в апреле 2013 года планируется начало работы двух специализированных структур: Агентство по финансовой деятельности (Financial Conduct Authority (FCA)) и Ведомство по пруденциальному регулированию⁷⁵ (Prudential Regulation Authority (PRA))⁷⁶. В России также произошли изменения в регулировании: сначала Федеральная служба страхового надзора была присоединена к Федеральной службе по финансовым рынкам⁷⁷. А затем началось широкое обсуждение вариантов создания единого мегарегулятора на финансовых рынках⁷⁸.

Таким образом, учитывая отмеченные тенденции в ближайшее время можно ожидать усиление государственного воздействия на рынок ценных бумаг, в том числе установление контроля за новыми отношениями, возникающими на рынке, и создание укрупненных регулирующих органов, обеспечивающих стабильность сразу в нескольких сферах финансового рынка.

⁷³ Подробнее см.: Kost de Seves N., Sasso L. The New European Financial Markets Legal Framework: A real improvement [Electronic resource]. 2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=1855636>.

⁷⁴ Подробнее см. на сайте бюро: <http://www.consumerfinance.gov>.

⁷⁵ Данное управление будет структурной частью Банка Англии.

⁷⁶ Подробнее см. официальную брошюру: Journey to the FCA. 2012. URL: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/other/journey-to-the-fca-standard.pdf>.

⁷⁷ Указ Президента РФ от 4 марта 2011 года № 270 (в ред. Указа Президента РФ от 21 мая 2012 года № 636) «О мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации».

⁷⁸ См., например: Руденко П., Кузнецов И., Яковлева М. Мегарегулировщик. Финансовый рынок выбирает единоначалие // Коммерсантъ. № 246 (5031). 2012.

Краткие выводы

1. По своей сути рынок ценных бумаг является частью финансового рынка, на котором происходят процессы перераспределения свободных денежных средств. Как правило, в составе финансового рынка выделяют *денежный рынок* и *рынок капиталов*.

2. Само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг. Именно посредством его инфраструктуры корпорации получают необходимые для своего развития финансовые ресурсы (посредством продажи акций, облигаций и т. п.), а инвесторы (владельцы акций) становятся участниками корпоративных образований.

3. На рынке ценных бумаг возникают следующие блоки общественных отношений:

1) в связи с созданием ценной бумаги как объекта гражданских прав (эмиссия ценных бумаг и иные формы возникновения ценных бумаг) и с их присвоением эмитентом;

2) в связи с обращением ценных бумаг;

3) в процессе осуществления субъектами учетной системы своих функций по учету прав владельцев ценных бумаг (требующих такого учета);

4) в процессе осуществления инвестиционной деятельности;

5) вследствие осуществления субъективных гражданских прав, закрепленных ценной бумагой;

6) в процессе осуществления профессиональных и иных тесно с ними связанных видов деятельности на рынке ценных бумаг;

7) в процессе государственного регулирования рынка ценных бумаг.

4. Рынок ценных бумаг обладает следующими функциями, свойственными в целом рыночной экономике.

1) общие функции:

– повышение эффективности функционирования первичных рынков, обеспечение конкуренции на них (товарный и т. п.);

– трансформация сбережений в инвестиции;

– обеспечение стабильности функционирования рыночной экономики;

– определение спроса, предложения и цены на соответствующие товары рынка;

– информационная функция;

2) специальные функции:

– страхование финансового и денежного рынков, а также рисков, возникающих в результате предпринимательской деятельности на рынке;

– аккумулярование необходимых средств для решения конкретных задач производства в различных отраслях экономики;

– пополнение государственного бюджета и др.

5. На основе различных классификационных признаков можно выделить следующие виды рынка ценных бумаг:

1) в зависимости от финансовых инструментов, являющихся предметом отношений между участниками рынка ценных бумаг:

– рынок акций;

– рынок облигаций, в том числе государственных;

– рынок производных финансовых инструментов;

2) по связи объектов рынка ценных бумаг с их выпуском и обращением:

– первичный рынок;

– вторичный рынок;

3) по степени урегулированноеTM отношений:

– организованный рынок;

– неорганизованный рынок;

4) по территориальному признаку выделяют следующие рынки ценных бумаг:

– национальные рынки;

– международные рынки;

5) в зависимости от того, кто является эмитентом, выделяют:

– рынок корпоративных ценных бумаг;

– рынок государственных ценных бумаг.

6. Традиционно считается, что в каждом государстве существуют различные системы организации рынка ценных бумаг. В этой связи говорят о наличии различных моделей фондового рынка. Базовыми моделями считаются *американская модель* (США) и *немецкая модель* (ФРГ). В остальных государствах в той или иной степени сочетаются различные черты, присущие указанным выше моделям, что позволяет говорить об их смешанном характере.

7. В последние десятилетия в западных странах произошли серьезные изменения на рынке ценных бумаг, которые, в конечном счете, оказали серьезное воздействие и на современные корпорации:

1) увеличилась доля институциональных инвесторов;

2) развиваются компьютерные технологии, в том числе сеть Интернет;

3) происходит глобализация рынков.

8. В качестве основных последствий финансового кризиса в сфере государственного регулирования фондового рынка необходимо выделить следующие:

1) усиление государственного регулирования (как в сфере правовой регламентации отношений, так и в сфере контроля и надзора за участниками рынка) рынка ценных бумаг с одновременным снижением значения саморегулирования на рынке:

– принятие новой законодательной базы функционирования рынка ценных бумаг;

– реформа контролирующих органов на рынке ценных бумаг;

2) разработка концепции глобального регулирования финансовых рынков, включая рынок ценных бумаг.

Контрольные вопросы

1. Назовите части финансового рынка? В чем отличие их друг от друга?
2. Поясните, почему само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг?
3. Выделите положительные и отрицательные особенности рынка ценных бумаг. Каким образом они отразились на действующем законодательстве?
4. Назовите блоки общественных отношений, возникающих на рынке ценных бумаг.
5. Дайте определение понятию «рынок ценных бумаг».
6. Какие из функций рынка ценных бумаг можно обозначить как общие, а какие как специальные? Проанализируйте каждую из выделенных функций.
7. Какие классификационные признаки могут лечь в основу выделения видов рынка ценных бумаг?
8. Какие основные изменения на организованном рынке произошли в последние десятилетия?
9. Назовите базовые модели фондового рынка. Какие модели дополнительно выделяются исследователями?
10. К какой модели фондового рынка ближе всего Россия?
11. Выделите наиболее серьезные изменения на рынке ценных бумаг последнего времени, которые оказали серьезное воздействие и на современные корпорации.
12. Обозначьте основные последствия финансового кризиса 2008 года в сфере государственного регулирования фондового рынка.

Основная литература

- Burton M., Nesiba R. F., Brown B. An Introduction to Financial Markets and Institutions. – N.Y., 2009. – 687p.
- Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. – West, 2009. – 415 p.
- Kost de Sevres N., Sasso L. The New European Financial Markets Legal Framework: A real improvement [Electronic resource]. – 2011. – 36p. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1855636>.
- Loss L, Seligman J. Fundamentals of securities regulation. – Aspen publishers, 2003. – 66 p.
- Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. – Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2012,– 304 p.
- Wallenstein St. The roots of the financial crisis // Capital Markets. Law Journal. 2009.-Vol. 4,– No. SI.
- Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2011. – 395 с. Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.
- Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник/В. А. Лялин, П. В. Воробьев. – М.: Проспект [и др.], 2011. – 398 с.
- Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 622 с.
- Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок М.: Перспектива, 1995,– 533с.
- Молотников А. Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролируемых, крупных и миноритарных акционеров в России // Предпринимательское право. – М.: Юрист, 2009. – № 1. Мошенский С. 3. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. – М.: Экономика, 2010. – 240с.
- Рынок ценных бумаг: учебник/Басс А. Б. [и др.], под ред. Е. Ф. Жукова. – М.: Волтере Клувер, 2010. – 637 с.
- Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. – М.: Юрайт, 2011,– 530с.
- Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебнопрактическое пособие. – М.: Юрист, 2008. – 174с.
- Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг, – СПб.: Питер, 2006.– 410с.

Дополнительная литература

Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments/ed. by Frank J. Fabozzi. – New Jersey: Wiley, 2008. – 852 p.

Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market//Annals of the American Academy of Political and Social Science.-Vol. 35,– No. 3. – 1910. Michie R. C. The London Stock Exchange. A History. – Oxford University Press, 2001. – 696 p.

Pitt Harvey L. Bringing financial services regulation into the twenty-first century//Yale Journal on Regulation. – Vol. 25. – No. 2. – 2008.

The Financial Crisis Inquiry report Commission [Electronic resource]/The Financial Crisis Inquiry Commission. – 2011. – URL: <http://www.fcic.gov/report>. – 662 p.

Verstein A. and Roberta R. Assessing Dodd-Frank [Electronic resource]/Yale Law School Center. – 2011. – 150p. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1884290>.

Гильфердинг Р Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. М.: Знаменский и К, 1912. – 576с.

Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект, 2011. – 1024с.

Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2005. – 240 с.

Ремнев А. Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг// Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 5.

Семенов С. С. Перспективы развития российского фондового рынка. – М.: Хлебпрод-информ, 2005. – 23 с.

Глава 2

История развития зарубежного законодательства о рынке ценных бумаг

...человеческая природа никогда не меняется. Следовательно, никогда не меняется и фондовый рынок. Только лица, деньги, участники, войны, бедствия и технологии сменяют друг друга.

Richard Smitten «Jesse Livermore. World's greatest stock trader», 2001

1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования.
2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках.
3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века.

Возникновение и развитие рынка ценных бумаг напрямую связано с двумя явлениями Нового времени:

1. Изменение долговой политики европейских государств, выразившееся в активном заимствовании денежных средств у широкого круга лиц посредством выпуска ценных бумаг.

2. Развитие корпоративной формы ведения бизнеса (прежде всего акционерных обществ), что привело к широкомасштабным эмиссиям акций и облигаций, которые свободно обращались среди инвесторов.

Несложно заметить, что в обоих случаях наблюдается такая особенность государственных и частных ценных бумаг, как их **свободное обращение**. Без этого было бы невозможно развитие рынка ценных бумаг. Также на развитие фондового рынка повлияли **государственные интересы** европейских юрисдикций, связанные с необходимостью привлечь дополнительные ресурсы во избежание дефицита бюджета. Часто это было вызвано или подготовкой к войне, или ее последствиями.

Отмеченные тенденции оказали серьезное воздействие на становление фондового рынка в европейских странах. Довольно часто они осуществляли заимствования, посредством корпоративной структуры частных компаний. Это приводило к бурному росту котировок акций, вовлечению в игру на фондовом рынке огромного числа инвесторов и, соответственно, к развитию рынка ценных бумаг⁷⁹. Одновременно с этим происходит постепенное становление законодательства о рынке ценных бумаг и увеличение случаев судебных споров, связанных с фондовым рынком (нередко в отсутствие четкого нормативного регулирования).

Следует отметить, что многие особенности функционирования фондового рынка, а также правила его регулирования, которые кажутся современному человеку чем-то самым собой разумеющимся⁸⁰, на самом деле являются результатом долгого процесса развития

⁷⁹ Характерен пример английской Компании Южных морей (South Sea Company) и французской Компании Миссисипи (la compagnie du Mississippi), в акции которых в начале XVIII века были трансформированы суммы государственного долга соответственно Англии и Франции. Подробнее об этом см. ниже.

⁸⁰ Взять хотя бы свободное обращение акций. Участники первых акционерных компаний не имели права отчуждать их третьим лицам. Первой компанией, в уставе которой был закреплён этот принцип, является the Company of the Royal Adventurers into Africa, созданная в 1663 году (Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 24).

отношений, возникавших на рынке, сопровождавшегося постоянным совершенствованием нормативно-правовых актов и все более усложняющимися судебными процессами.

2.1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования

Серьезное воздействие на появление основ фондового рынка оказало внедрение в экономический оборот средневековой Европы различных видов ценных бумаг, например, векселей⁸¹, долговых обязательств итальянских городов⁸². По словам И. М. Кулишера⁸³, развитие вексельного оборота в Позднее Средневековье привело к возникновению своеобразных вексельных бирж. Это происходило в итальянских средневековых городах: в XIII веке вексель распространяется в южной и юго-западной Европе, в XIV веке уже имеется информация о вексельных курсах, устанавливаемых в различных городах⁸⁴. Однако развитие рынка ценных бумаг в итальянских городах сдерживалось как недостатком объектов для инвестирования, так и отсутствием законодательства, которое бы установило четкие правила для функционирования рынка. Упомянутые выше городские рынки, на которых обращались отдельные ценные бумаги, носили стихийный, неорганизованный характер. Как отмечают современные исследователи⁸⁵, потенциальные инвесторы предпочитали либо напрямую давать в долг заинтересованным лицам, либо вкладывать свободные средства в развитие собственного торгового бизнеса. К тому же в конце XIV века Венеция задержала выплаты по своим долговым обязательствам и в одностороннем порядке снизила процентную ставку с 4 до 3 %. Данное обстоятельство, разумеется, привело к снижению привлекательности долговых обязательств Венеции.

В дальнейшем **развитие фондового рынка** было связано, прежде всего, с **Нидерландами**. Именно здесь **в начале XVI века** активно развивается торговля долговыми обязательствами различных европейских стран. В это время первые облигации начинают выпускаться нидерландским правительством, отдельными городами, а также португальским и английским королем. Соответственно к данному периоду относится и возникновение первых фондовых бирж. В частности, речь идет о бирже Антверпена⁸⁶ (1531 год)⁸⁷, которая становится финансовым центром Европы. Здесь происходит размещение государственных ценных бумаг Англии, Франции, Португалии, а также Испании⁸⁸.

Несмотря на бурное развитие рынка ценных бумаг, в рассматриваемый период пока еще не появляется стройной системы регулирования отношений между участниками рынка. Особое положение эмитентов – независимых государств, которые вели агрессивную внеш-

⁸¹ Существуют различные версии о происхождении векселей. Имеются сведения об их использовании еще в VII веке н. э. (см. Нерсесов Н. О. Торговое право. М. 1896. С. 204).

⁸² Например, в 1262 году Венеция в целях финансирования военных операций обязала своих наиболее состоятельных граждан приобрести процентные долговые обязательства города – т. н. *prestiti*. Несмотря на то, что владельцы *prestiti* не получали никаких сертификатов, тем не менее, их требования фиксировались. Кроме того, правообладатели могли произвести уступку своего требования третьим лицам (подробнее см.: Homer S., Sylla R. A history of interest rates. New Jersey: Wiley, 2005. P. 93–94).

⁸³ Кулишер И. М. История биржи//Банковская энциклопедия: в 2 т. Т. 2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война/под общ. ред. проф. Л. Н. Яснопольского. Киев: Изд-во Банк, энцикл., 1917. С. 41.

⁸⁴ Вот что писал в 1494 году Fra Luca Pacioli (итальянский математик, францисканский монах и один из основоположников бухгалтерского учета): «Если ты меня спросишь, как можно узнать вексельный курс, то я отвечу, что в Венеции надо отправиться на Rialto, во Флоренции же на Mercato nuovo [Новая площадь], где обсуждается цена векселей» (цит. по: Кулишер И. М. История биржи//Банковская энциклопедия. Т. 2. С. 41).

⁸⁵ Michie R. C. The global securities market: A history. Oxford University Press, 2007. P. 20, 21.

⁸⁶ В указанный период этот город входил в состав Нидерландов. В настоящее время он относится к Бельгии.

⁸⁷ Кулишер И. М. История биржи // Банковская энциклопедия. Т. 2. С. 46.

⁸⁸ Michie R. C. The global securities market: a history. P. 22.

ную политику – нередко провоцировало их отказ от исполнения принятых на себя обязательств⁸⁹. Это, в свою очередь, приводило к стремительному снижению стоимости остальных ценных бумаг, обращавшихся на бирже, что провоцировало банкротство участников рынка.

Позже в результате начавшейся **во второй половине XVI века** Нидерландской буржуазной революции и последовавшей за ней испанской оккупации Антверпен утратил свои лидирующие позиции в финансовой сфере. Многие жители города переехали на север, в частности, в Амстердам, который стал тогда новым европейским финансовым центром.

В Амстердаме торговля ценными бумагами выводится на принципиально иной уровень. Многие исследователи сходятся во мнении, что первой фондовой биржей *стала* именно Амстердамская⁹⁰. Благодаря ее развитию в деловой и юридический оборот вошли новые разновидности сделок с ценными бумагами, утвердились принципы функционирования фондового рынка. Необходимо выделить следующие **отличительные черты, присущие фондовому рынку Нидерландов XVII века**:

1. Организация публичного размещения и обращения акций корпораций, создание вторичного рынка акций.

История Амстердамской фондовой биржи неразрывно связана с ее ровесницей – крупнейшей европейской акционерной компанией – **Голландской Ост-Индской компанией (VOC)**, созданной в 1602 году. Первоначально принципиальное отличие VOC от зарубежных аналогов⁹¹ заключалось в проведении **публичного размещения своих акций**, которые предлагались к продаже на всей территории Голландии. За следующие десять лет существования руководство компании утвердило **принцип свободного отчуждения собственниками принадлежавших им акций**. Однако это правило не было закреплено в уставе корпорации. В то же время оно соответствовало интересам как самой компании: акционеры не требовали возврата вложенных средств, а просто продавали акции третьим лицам, так и инвесторов, которым был необходим высоколиквидный финансовый инструмент для вложения денежных средств с высоким процентом. Данные обстоятельства привели к созданию хорошо развитого вторичного рынка акций VOC и к увеличению числа акционеров компании. Только с самого начала объявления подписки на акции компанией были привлечены средства порядка 1143 инвесторов, которые и *стали* акционерами-основателями⁹². В то же время первый устав **Английской Ост-Индской компании (EIC)**⁹³, утвержденный в 1600 году, содержит информацию всего лишь о 218 членах⁹⁴. Вообще английские компании, создаваемые в начале XVII века, преимущественно ориентировались на закрытые группы инвесторов и, как уже упоминалось выше, намного позже установили практику свободного оборота акций.

⁸⁹ Например, дефолт Испании и Франции в 1550-е годы привел к возникновению одного из первых кризисов на европейских финансовых рынках, что повлекло за собой банкротство многих крупнейших торговых домов, игравших на антверпенской бирже (см.: Кулишер И. М. История биржи. С. 47).

⁹⁰ См. например: Kelemen R.D. Eurolegalism: The Transformation of Law and Regulation in the European Union. Harvard University Press, 2011. P. 93; Dariusz W. The Global Stock Market: Issuers, Investors, and Intermediaries in an Uneven World. N.Y., 2011. P.2.

⁹¹ Например, Английская Ост-Индская компания (EIC), созданная в 1600 году. Подробнее см.: Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. М., 2011. С. 113–114.

⁹² Jan De Vries, A. M. van der Woude The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815. Cambridge university press, 1997. P. 385.

⁹³ Не путать с иными Ост-Индскими компаниями: Голландской (VOC) – 1602, Датской – 1616, Португальской – 1628, Французской – 1664 и др.

⁹⁴ Harris R. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution [Electronic resource]. 2006. URL: <http://ssrn.com/abstract=874406>.

2. Выработка основных принципов размещения корпоративных ценных бумаг не в рамках только национального, но и зарубежного рынка.

Известно, что в 1622 году на Амстердамской фондовой бирже началось обращение акций новой компании, получившей название Вест-Индской. Особенность эмиссии ее акций состояла в направлении предложений инвесторам не только на территории Нидерландов, но и за рубежом. При этом специально для стимулирования торговли был составлен проспект, в котором указывались выгоды от приобретения акций⁹⁵.

3. Внедрение в деловую практику новых разновидностей совершаемых на рынке сделок с ценными бумагами.

В рассматриваемый период на Амстердамской фондовой бирже совершались широкий спектр сделок, применяемый и в современной практике.

Согласно имеющимся свидетельствам, голландские суды относили акции к категории недвижимого имущества. Из этого следовало требование об обязательной регистрации перехода прав на акции⁹⁶. При этом выносимые судами решения базировались на различных правовых источниках. Согласно сборнику правовых советов, составленному в XVII веке практикующими юристами (*Hollandsche Consultatwn*), судебные инстанции при разрешении споров, связанных со сделками с ценными бумагами, использовали комбинацию из норм римского права, местных и зарубежных обычаев, ордонансов Габсбургов, а также итальянского и испанского торгового права⁹⁷.

О характере биржевых операций на Амстердамской фондовой бирже дает представление работа Жозефа де ла Вега «Путаница путаниц» (*Don Joseph de la Vega «Confusion de Confusiones»*), написанная в 1688 году⁹⁸. Исходя из анализа этого труда⁹⁹, на данной торговой площадке стали широко использоваться следующие сделки, которые до сих пор применяются на практике¹⁰⁰:

- **наличные сделки (спот)**, исполняемые при их совершении за наличный расчет, а также **фьючерсные (срочные) сделки**, исполняемые по заранее определенной цене через оговоренный срок;
- **опционы пут и кол**, а также их сочетание – **стрэдл**, где заключались договоры на право купить или продать в будущем определенные ценные бумаги по заранее определенной цене;
- **маржинальные сделки**, предметом которых выступали ценные бумаги или денежные средства, переданные в заем определенному лицу;
- **хеджирование** – страхование рисков при помощи совершения сделок, цель которых прямо противоположна только что заключенным;
- **короткие продажи**, то есть отчуждение ценных бумаг, не находящихся в собственности участника сделки. При этом продавец рассчитывает на понижение курсовой стоимости ценных бумаг с тем, чтобы

⁹⁵ Кулишер И. М. История биржи//Банковская энциклопедия: в 2 т. Т. 2. С. 54.

⁹⁶ Petram L. O. The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700. 2011. URL: <http://dare.uva.nl/document/201694>. P. 98.

⁹⁷ Ibid. P. 94.

⁹⁸ Эту работу принято считать первым комплексным научным трудом о фондовых биржах. На русском языке книга не была опубликована. В сети Интернет имеются переводы на русский язык некоторых частей этого труда: Вега, Ж. де ла Путаница путаниц/пер. Ю. Бондарева. 1999. URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2.txt>. Предисловие//Там же. URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2pre.txt>.

⁹⁹ На основании предисловия Германа Келленбенца (Hermann Kellenbenz) 1957 года к переводу книги Жозефа де ла Вега «Путаница путаниц». (URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2pre.txt>).

¹⁰⁰ Названия сделок даны исходя из современной терминологии.

в будущем приобрести их по цене намного ниже первоначальной, что позволит ему, вернув ценные бумаги займодавцу, получить прибыль по совершаемым сделкам.

Власти Нидерландов были настроены резко против коротких продаж. Правда, за прошедшие столетия ситуация не изменилась: в настоящее время регуляторы также выступают против подобных сделок, способных в процессе игры на понижение полностью обрушить фондовый рынок¹⁰¹. Первым задокументированным случаем совершения коротких продаж стала в начале XVII века рыночная игра Исаака Ле Мэйра (Isaac Le Maire)¹⁰². Этот состоятельный предприниматель начал игру на понижение в отношении VOC. При этом он использовал необеспеченные короткие продажи, что означало отсутствие у него при заключении сделок даже заемных ценных бумаг. Резкое снижение курсовой стоимости акций компании обратило на себя внимание не только ее руководства, но и влиятельных акционеров, близких к властным кругам. Впоследствии это обстоятельство способствовало запрету коротких продаж и законодательному исключению Ле Мэйра из состава акционеров VOC.

4. Попытки государственных органов осуществлять регулирование рынка ценных бумаг посредством издания запретительных нормативно-правовых актов.

В XVII веке восприятие торговли на фондовом рынке со стороны руководства Нидерландов было достаточно настороженным. Однако вместо того, чтобы установить определенные правила осуществления операций на рынке ценных бумаг, органы власти, рассматривая отдельные сделки в качестве проявлений безнравственных азартных игр¹⁰³, вводили на них запреты.

Необходимо выделить следующие *нормативные акты, затронувшие отношения на рынке ценных бумаг*:

– Эдикт от 27 февраля 1610 года.

Согласно ему были запрещены короткие продажи, особо оговаривался запрет на сделки с акциями, не находившимися во владении у продавца на момент заключения договора. Фьючерсные сделки допускались лишь в случае, если продавец владел ими на момент заключения сделки. Устанавливался предельный срок на передачу акций по договорам купли-продажи – один месяц¹⁰⁴.

– Эдикт 1621 года.

В связи с размещением акций вновь созданной Голландской Вест-Индской компании (GWC) государство попыталось напомнить участникам рынка о существующих запретах в отношении совершаемых на фондовом рынке сделок. Принятый нормативный акт содержал запрет на совершение сделок с акциями, которые не находились во владении продавца на

¹⁰¹ Например, во время финансового кризиса в России осенью 2008 года Федеральная служба по финансовым рынкам выпустила предписание о приостановлении заключения маржинальных и необеспеченных сделок. (Об отмене предписания ФСФР России от 17 сентября 2008 года и новом предписании ФСФР России о приостановлении профессиональным участникам рынка ценных бумаг части операций//Официальный сайт ФСФР. Загл. с экрана. URL: <http://old.fjms.ru/document.asp?ob no=144286>).

¹⁰² Подробнее см.: Poitras G. Risk management, speculation, and derivative securities. Academic Press, 2002. P.28; Sarna D.E.Y. History of Greed: Financial Fraud from Tulip Mania to Bernie Madoff. Wiley, 2010. 398 p.

¹⁰³ Garber P.M. Famous first bubbles: the fundamentals of early manias. The MIT Press: 2001. P. 34. О моральных и религиозных аспектах коротких продаж см.: Marchi N. de, Harrison P. Trading in the wind and with guile: the troublesome matter of the short selling of shares in seventeenth century Holland/Higgling: transactors and their markets in the history of economics. University press, 1994. P. 47–65.

¹⁰⁴ Подробнее см.: Stringham E. The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam// Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 43. No. 2. 2003. P. 328.

момент заключения договора. При этом покупатель мог в судебном порядке потребовать расторжения договора¹⁰⁵.

– Эдикты 1630 и 1636 годов.

Данные нормативные акты, утвержденные во время руководства страной губернатора (*stadhouder*) Генри Фредерика, уточняли отдельные положения принятых ранее эдиктов, запрещавших сделки на фондовом рынке, устанавливали особенности признания недействительными сделок, заключенных при условии отсутствия у продавца акций. Именно тогда появилось выражение «апеллировать к Фредерику», означавшее отказ покупателя ценных бумаг от исполнения принятых на себя обязательств¹⁰⁶.

Несмотря на имевшиеся запреты, участники фондового рынка игнорировали требования законодательства. Санкционированные государством меры практически никак не влияли на деятельность участников торгов¹⁰⁷. Устанавливаемые ограничения не соответствовали сложившимся отношениям на фондовом рынке и не находили понимания среди его участников, к тому же государственные органы не были готовы применять карательные меры к нарушителям запретов.

5. Система защиты прав участников рынка включала в себя как судебные, так и внесудебные формы.

Как отмечает Людвиг Петрам¹⁰⁸, в первые годы функционирования Амстердамской фондовой биржи (вплоть до 1640-х годов) было зафиксировано достаточное количество судебных исков, касающихся оборота акций. Из-за отсутствия детального правового регулирования рынка ценных бумаг его участники пытались определить меру дозволенного поведения путем предъявления исков в различные судебные инстанции¹⁰⁹. Впоследствии число судебных процессов значительно снизилось, что, очевидно, связано с обнародованием Судом Голландии (апелляционная инстанция) своей позиции по наиболее важным делам, связанным с фондовым рынком.

Участники рынка были вынуждены искать выход из сложившейся ситуации с запретом совершения сделок с акциями, не принадлежавшими им на момент заключения договора. Участники споров, возникавших из подобных сделок, не могли рассчитывать на судебную защиту, ведь они провозглашались судами недействительными. Это привело к необходимости создания альтернативных механизмов разрешения конфликтов на рынке ценных бумаг.

Одним из способов разрешения подобных конфликтов стало появление особых торговых клубов (*collegies*), которые специально создавались единоличными или коллегиальными органами для совершения сделок с ценными бумагами (например, клуб *Collegie vande Actionisten*). В качестве санкций применялись как штрафы, так и запрет на участие в торговых сессиях клуба¹¹⁰.

Таким образом, именно в Голландии происходит возникновение фондового рынка, характеризующегося наличием большого разнообразия объектов инвестиру-

¹⁰⁵ Poitras G. Risk management, speculation, and derivative securities. Academic Press, 2002. P. 28.

¹⁰⁶ Келенбенц Г. Предисловие // Вега, Ж. де ла. Путаница путаниц [Электронный ресурс]/пер. Ю. Бондарева. 1999. URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2pre.txt>.

¹⁰⁷ Подробнее об этом, а также о возможных причинах несоблюдения законодательства о запрете сделок на рынке ценных бумаг см.: Stringham E. The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam // Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 43. No. 2. 2003. P. 329.

¹⁰⁸ Petram L. O. The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700. 2011. P. 91–92. URL: <http://dare.uva.nl/document/201694>.

¹⁰⁹ Например, дело *Van Balck vs. Rotgans* (1622). По результатам его рассмотрения была установлена невозможность истребования акций у их владельца, если они учтены на его счете в регистрационной книге компании (См.: Petram L. O. The world's first stock exchange. P. 98–99).

¹¹⁰ Petram L. O. The world's first stock exchange. P. 110–112.

ния, определенной инфраструктуры (в том числе отдельное здание биржи), высоким уровнем развития отношений между участниками рынка.

Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования.



2.2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках

Бесполезность этих законов (о запрете срочных сделок), по справедливому замечанию проф. Гаттенбергера, ясно свидетельствует, что никакие законы не могут иметь значения, если противоречат действительности, и что никакое правительство не в состоянии переделать общественных явлений, если эти явления коренятся в глубине общественной организации.

Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры, 1879

В XVIII веке в Европе постепенно начинают развиваться иные торговые площадки, помимо Амстердама, например, в Лондоне.

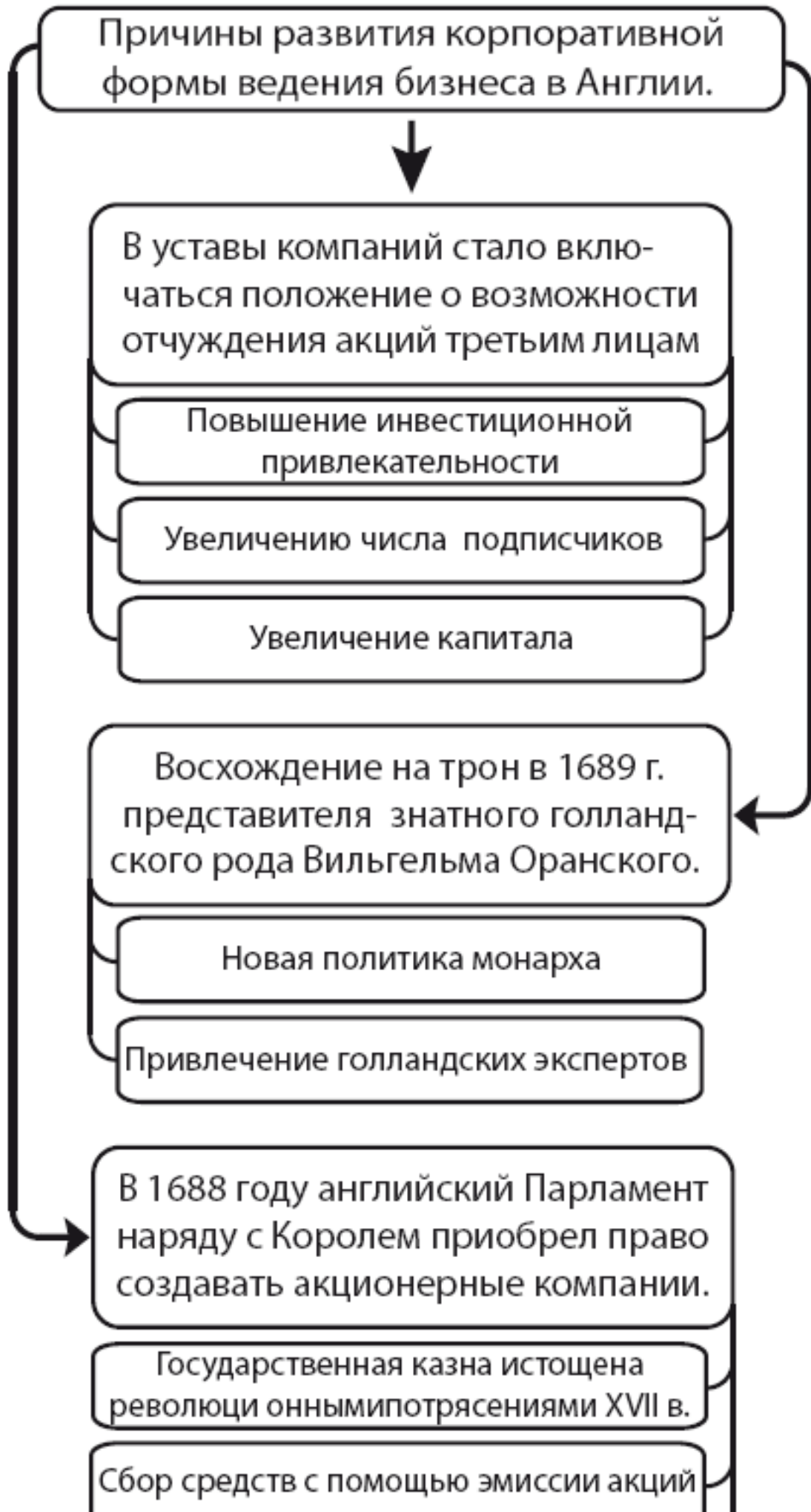
В Англии корпоративная форма получила развитие вместе с созданием на основе Королевской Хартии в 1600 году Английской Ост-Индской компании (EIC). Как отмечает Рон Харрис, вновь созданная компания, помимо статуса отдельного юридического лица, приобрела возможность выступать истцом и ответчиком в суде, иметь в собственности и отчуждать земельные участки. Также компания обладала своей собственной печатью. Структура управления компанией состояла из *Управляющего (Governor)*, *Общего Собрания (General Court)* и *Собрания Директоров (Court of Directors)*. Принцип ограниченной ответственности членов по обязательствам компании закреплен не был¹¹¹.

Немаловажная деталь: членами компании были не только купцы, но и иные лица, представлявшие различные слои общества (Лорд-Мэр, бакалейщики, нотариусы, скорняки и т. д.)¹¹².

Постепенно акционерные компании стали создаваться не только в сфере морской торговли, но и в иных отраслях, требовавших привлечения значительных денежных средств.

¹¹¹ Harris Ron. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution. 2006. P. 24.

¹¹² Ibid. P.41.



На последующее развитие корпоративной формы ведения бизнеса во многом повлияли три события.

Во-первых, в уставы компаний стало включаться положение о возможности отчуждения акций третьим лицам, что повышало их инвестиционную привлекательность и вело к значительному увеличению числа подписчиков и, следовательно, капитала компаний.

Во-вторых, как отмечает Филипп Липтон, в 1688 году английский Парламент наряду с Королем приобрел право создавать акционерные компании. Государственная казна, истощенная революционными потрясениями середины XVII века, не справлялась с финансированием публичных проектов, поэтому решение проблемы лежало в создании акционерных компаний, которые, предварительно собрав средства с помощью эмиссии акций, занимались строительством дорог, улучшением речной навигации и прочими общественно полезными мероприятиями¹¹³.

В-третьих, скорее всего, на дальнейшее развитие фондового рынка в Англии повлияло восхождение на трон в 1689 году представителя знатного голландского рода Вильгельма Оранского. Очевидно, политика нового монарха и прибывшие вместе с ним голландские эксперты оказали позитивное влияние на развитие фондового рынка в Великобритании.

К концу XVII века английский фондовый рынок характеризовался следующими чертами:

1. *Отсутствие единого нормативного регулирования (наличие разрозненных уставов корпораций, утверждаемых Королем или Парламентом, а также судебных прецедентов).*

Ситуация с отсутствием единого регулирования вполне соответствовала общеевропейской практике, однако с учетом значения прецедентов в английской правовой системе именно им суждено было стать основным регулятивным механизмом фондового рынка.

2. *Торговые площадки ценными бумагами складывались стихийно, вне биржевой системы.*

Первоначально торговля ценными бумагами в Англии осуществлялась совместно с товарными активами в здании общей товарной Королевской биржи (Royal Exchange). Эта биржа была основана в 1567 году в Лондоне. В 1698 году торговцы покинули Royal Exchange и заняли свободные места на Change Alley и в расположенных в этом районе кофейнях.

3. *Постепенное расширение размещения акций среди неограниченного круга инвесторов.*

Дальнейшее развитие фондового рынка в Англии, как правило, связывают с первым широкомасштабным размещением акций – имеется в виду эмиссия, осуществленная в ходе создания Банка Англии в 1694 году¹¹⁴. Причина повышенного интереса к акциям банка заключалась в том, что средства, собранные в ходе размещения ценных бумаг, передавались государству под 8 % годовых. Акции банка пользовались огромным спросом: средства инвестировали более полутора тысяч человек. Успех первоначального размещения акций среди неограниченного круга лиц привел к стремительному росту эмиссий других компаний и, следовательно, к развитию английского фондового рынка.

К концу 1695 года на рынке торговались не только государственные обязательства, но и акции более 150 частных корпораций (все ценные бумаги назывались stocks)¹¹⁵.

4. *Концентрация активности на фондовом рынке преимущественно в Лондоне.*

¹¹³ Lipton P. The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: A Study of Institutional Change [Electronic resource]/Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation//Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation Legal Studies Research Paper Ser. No. 19. 2009. С. 15. URL: <http://ssrn.com/abstract=1413502>.

¹¹⁴ Michie R. C. The global securities market: a history. P. 28–29.

¹¹⁵ Banner S. Op. cit. P. 24.

В отличие от Голландии, где активную роль на фондовом рынке играли участники из различных регионов страны, в Англии торговля ценными бумагами концентрировалась в Лондоне. Наглядный пример: из 500 первоначальных подписчиков на акции Банка Англии около 450 проживало в Лондоне¹¹⁶!

5. *Использование в торговом обороте более сложных сделок, чем обычная купля-продажа ценных бумаг (например, срочные сделки).*

Постепенно в практике английских участников фондового рынка появились усложненные разновидности сделок, которые свидетельствовали о развитости отношений в рассматриваемой сфере.

6. *Появление к 1694 году на рынке ценных бумаг т. н. профессиональных участников.*

Развитие фондового рынка вело к усложнению протекавших на нем процессов. Для успешного инвестирования требовалось наличие специальных знаний. К концу XVII века уже выделяли следующие *группы профессиональных участников*¹¹⁷:

– **стокброкеры (stockbrokers)** совершали сделки на основании поручений клиента и за его счет;

– **стокджобберы (stockjobbers)** проводили сделки с ценными бумагами за свой счет (могли выступать и в качестве *стокброкеров*).

Первая четверть XVIII века была отмечена грандиозным ростом фондового рынка в ряде европейских стран. Причем во многом этому способствовали правительства этих государств, трансформировавшие часть государственного долга в акции вновь созданных компаний, стараясь всеми силами спровоцировать интерес к их акциям¹¹⁸. В частности, речь идет о французской Компании Миссисипи (*la compagnie du Mississippi*) и английской Компании Южных морей (*the South Sea Company*). После манипуляций с государственными обязательствами начался колоссальный рост рыночных котировок, который спровоцировал в результате падение курсовой стоимости акций в 1720 году, это привело к дестабилизации экономики и Англии, и Франции¹¹⁹.

Возрастание роли фондовых рынков в экономической жизни Англии привело к принятию различных **нормативных актов, которые, как и в Голландии, ориентировались на запрет определенных отношений**¹²⁰, а не на улучшение их регулирования. Наиболее важными из принятых законов были следующие:

1. Закон Парламента 1697 года, ограничивающий количество брокеров и фондовых джобберов и регулирующий их деятельность¹²¹.

Согласно этому нормативному акту¹²² были введены следующие правила:

- ограничено число брокеров (не более 100);
- введено лицензирование деятельности брокеров;
- установлен запрет совершать сделки за свой счет;
- закреплён максимум вознаграждения брокеров;
- ограничен временной период между заключением сделки и ее исполнением – не более трех дней.

2. Закон о мыльных пузырях (Bubble Act) 1720 года¹²³.

¹¹⁶ Michie R. C. The London Stock Exchange: A History. Oxford, 1999. P. 16.

¹¹⁷ Banner S. Op. cit. P. 26.

¹¹⁸ Владельцы ценных бумаг, удостоверявших денежные обязательства государства, обменивали их на акции компании, которая наделялась государством специальным правом на торговлю с определенными территориями.

¹¹⁹ Подробнее см.: Roncal I. D., Abbo J. N. The Big Gamble: Are You Investing Or Speculating? 2009. P. 62–69.

¹²⁰ Данное утверждение справедливо и для иных европейских стран в рассматриваемый период.

¹²¹ An Act to restrain the number and ill practice of brokers and stock jobbers.

¹²² Подробнее см.: Banner S. Op. cit. P. 39–40.

¹²³ Полное название закона: «An Act to Restrain the Extravagant and Unwarrantable Practice of Raising Money by Voluntary

Существуют различные точки зрения о причинах принятия этого закона¹²⁴. Однако намного важнее выделить его *краеугольные положения*, затрагивавшие акционерные компании и фондовый рынок:

1) была запрещена продажа акций без предварительного создания компании на основании закона Парламента или Короны;

2) была запрещена продажа акций компаний, осуществлявших деятельность, выходящую за пределы той цели, ради достижения которой они создавались¹²⁵.

Несмотря на широкую мировую известность и суровые уголовно-правовые санкции в виде лишения свободы и конфискации имущества, Bubble Act практически не исполнялся. Как отмечает Арман Дюбуа (Armand DuBois), наоборот, ограничения этого Закона привели к росту числа акционерных компаний, создаваемых не на основе Королевского или Парламентского закона (unincorporated joint stock companies)¹²⁶. Долгая процедура подготовки закона отпугивала предпринимателей от традиционных акционерных компаний, заставляя обращаться к альтернативным вариантам, в частности, к unincorporated companies, которые создавались в форме партнерств (partnerships).

3. Закон Парламента 1721 года о сделках, заключенных до падения рынка.

Необходимость принятия данного нормативного акта была обусловлена большим числом срочных сделок, многие участники которых не владели акциями на момент заключения договора. В условиях обвального снижения котировок одна из сторон сделки оказывалась в крайне невыгодном положении.

Покупатель, принимая на себя обязательство в июне 1720 года (цена 1 акции – 950£) купить 100 акций компании Южный морей в октябре по цене 1000 фунтов, был обязан выполнить данное условие даже, несмотря на то, что рыночная цена одной акции составляла 150£! Таким образом, в выигрыше оказывался продавец.

Закон, в частности, установил правило, согласно которому сделка признавалась ничтожной в случае, если на момент ее заключения или в течение шести дней после этого, продавец так и не стал собственником подлежащих продаже ценных бумаг.

4. Закон Сэра Джона Бернарда 1734 года¹²⁷.

После катастрофических для фондового рынка событий 1720 года в парламент поступало много законодательных инициатив в данной сфере. Именно данный нормативный акт преследовал цель по улучшению регулирования рынка ценных бумаг. Вот его основные положения¹²⁸:

– запрет любых видов опционов (покупатель приобрел право требовать возврата денег, переданных продавцу, иначе на стороны сделки налагался штраф 500 £);

Subscriptions for Carrying on Projects Dangerous to the Trade and Subjects of this Kingdom» (Закон по ограничению необычной и неоправданной практики сбора денежных средств путем подписки для выполнения проектов опасных для торговли и иных сфер Королевства).

¹²⁴ В иностранной литературе уже давно всерьез не рассматривается предположение о том, что Закон был принят в ответ на крах рынка ценных бумаг в 1720 году. Ведь принятие акта произошло в июне 1720 года, а снижение котировок произошло в сентябре. Также обсуждается мнение о том, что закон был принят в целях снижения количества спекулятивных сделок на рынке и в связи с лоббистскими усилиями Компании Южных морей, желавшей избавиться от конкурентов, размещавших свои акции и оттягивавших на себя часть инвестиционного капитала (Об этом см.: Banner S. Op. cit. P. 75–77; Lipton P. Op. cit. P. 19–20).

¹²⁵ Banner S. Op. cit. P. 76.

¹²⁶ DuBois A. B. The English Business Company After the Bubble Act, 1720–1800. London: Octagon Books, 1971. P. 12.

¹²⁷ An act to prevent the infamous practice of stock-jobbing.

¹²⁸ Cm.: Banner S. Op. cit. P. 105.

– запрет заключения договоров, предусматривающих выплату разницы курсовой стоимости ценных бумаг. В любом случае ценные бумаги должны действительно передаваться покупателю (иначе штраф 100£);

– запрет заключения договоров купли и – продаж и акций, если продавец не имел в наличии или не являлся их владельцем;

– брокеры были обязаны вести учет всех сделок, к которым они имели отношение.

Однако этот закон, как и многие другие запретительные акты, вторгавшиеся в сферу фондового рынка, *на практике не применялся*. В то же время его принятие повлияло на дальнейшее развитие рынка. В результате введенных запретов и возможности оспаривания незаконных сделок, **большую роль стала играть репутация профессиональных участников рынка. Как следствие, возникла потребность в соответствующих механизмах саморегулирования рынка**, что позволяло бы осуществлять отсев недобросовестных участников рынка.

О том, что запреты законодательства игнорировались, красноречиво свидетельствует выступление члена парламента Альдермана Оливера (Alderman Oliver) в 1773 году. Это произошло во время обсуждения Парламентом вопроса о продлении действия Закона Бернарда. В частности, он сказал: «Торговля ценными бумагами дошла до такого предела, что джобберы встречаются вас у каждой двери, желая знать, будете вы быком или медведем»¹²⁹.

5. Закон об ограничении голосования по акциям 1766 года.

На основании данного нормативного акта в целях ограничения спекуляций ценными бумагами покупатель приобретал право голоса по ним только по прошествии 6-ти месяцев с момента их приобретения.

Итак, политика государства по установлению запретительных мер на фондовом рынке продемонстрировала свою несостоятельность. Причем это характерно не только для Англии, но и для других европейских стран¹³⁰. Как правильно отмечал проф. Гаттенбергер, применительно к запрету срочных сделок: бесполезность подобного законодательства ясно свидетельствует, что никакие законы не могут иметь значения, если противоречат действительности, и что никакое правительство не в состоянии переделать общественных явлений, если эти явления коренятся в глубине общественной организации¹³¹.

Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках.

¹²⁹ Cobbett W., Hansard T. C. The Parliamentary history of England from the earliest period to the year 1803. Vol. XVII. A. D. 1771–1774. London, 1813. P. 794. Соответственно, быки – участники рынка, играющие на повышение курсовой стоимости ценных бумаг, медведи – на понижение.

¹³⁰ По словам Рэналда Мичи, действия органов государственной власти во Франции и Австрии, в том числе выражавшиеся в установлении запретов на фондовом рынке, также не имели успеха (Michie R. C. The global securities market: A history. P. 49).

¹³¹ Цит. по: Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. СПб., 1879. С. 167.



2.3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века

...до 1914 отношения между национальными правительствами и биржами преимущественно отсутствовали. Однако в конечном итоге ситуация изменилась коренным образом: правительства стали широко контролировать рынок ценных бумаг посредством фондовых бирж. Stefano Battilossi, Jaime Reis State and Financial Systems in Europe and the USA. Historical Perspectives on Regulation and Supervision in the Nineteenth and Twentieth Centuries, 2010

Рассматриваемый период напрямую связан с укреплением роли и значения бирж как ключевого элемента рынка. Именно в это время во многих странах завершается организационное и юридическое обособление фондовых бирж от товарных бирж и от неорганизованного «уличного рынка»¹³². Происходит упорядочивание правил и норм о деятельности данного института. Во многих странах осуществляется перебазирование бирж в новые здания с необходимой инфраструктурой для участников рынка¹³³.

В результате революционных событий во Франции и постоянных военных действий в континентальной Европе в начале XIX века значительно возвысился Лондон в мировой финансовой системе. Соответственно возросло и значение Лондонской фондовой биржи.

Представляется возможным выделить следующие особенности развития фондовых бирж, а с ними и рынка ценных бумаг в XIX – начале XX века:

1. Наличие различий в организации и регулировании фондовых бирж континентальной Европы, Великобритании и США.

Особенности регулирования бирж во многом зависели от юридических основ развития определенного государства. Например, в странах англосаксонского права (США, Англия) наблюдалась большая свобода деятельности. Фондовые биржи создавались, прежде всего, по инициативе самих участников рынка¹³⁴, а не по государственной воле.

В странах континентальной Европы, наоборот, были сильны традиции по четкой регламентации деятельности бирж нормативными актами и вмешательству государства в их деятельность¹³⁵.

По мнению некоторых исследователей, подобная политика вела к возникновению альтернативных площадок для осуществления торговли на рынке ценных бумаг, так как условия, установленные на официальных биржах (плата за участие в торгах, размер комиссии за сделки), не устраивали многих участников¹³⁶.

Правовая система, а также особенности возникновения и дальнейшего развития фондового рынка накладывали свой отпечаток и на организацию биржевых институтов. Например, правовой статус фондовых бирж в США

¹³² В частности, в 1801 году создается Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange), в этом же году происходит официальное оформление статуса. В этом же году после долгого периода, вызванного Французской революцией, открывается Парижская биржа (Societe des Bourses Francaises – Paris Bourse.), осуществлявшая торговлю ценными бумагами. С 1817 года ведет свою историю и Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange – NYSE). В 1831 году открывается Мадридская фондовая биржа (Bolsa de Madrid).

¹³³ Например, Парижская биржа в 1827 году переехала в отдельное специально спроектированное здание.

¹³⁴ Например, как в случае с созданием Нью-Йоркской фондовой биржи, учрежденной на основе соглашения крупнейших участников рынка.

¹³⁵ Силин Н. Д. Что такое биржа? // Банковская энциклопедия. 1917.

¹³⁶ Michie R. C. The global securities market: A history. P. 71–73.

был крайне не определен. Они даже не обладали статусом юридического лица. Исследователями и в судебной практике XIX – начала XX веков отмечалось, что они имели схожие черты как с корпорациями, так и с партнерствами¹³⁷.

В связи с неопределенностью юридического статуса бирж в США их членами было принято решение (NYSE в 1863 году, а затем фондовой биржей в Сан-Франциско) создавать специальные юридические лица, которые становились бы владельцами недвижимого имущества, необходимого для функционирования бирж¹³⁸.

Таким образом, именно в XIX веке наиболее серьезно проявилось различие в особенностях регулирования¹³⁹ и внутренней организации институтов фондового рынка, что наряду с прочими факторами способствовало формированию различных моделей фондового рынка.

2. Отсутствие единого нормативного акта, регламентирующего все основные сферы деятельности фондовых бирж.

Как уже отмечалось выше, в США и Великобритании фондовые биржи действовали на базе принципов саморегулирования, и государство не вмешивалось во внутреннюю организацию их деятельности. Однако и в европейских странах не везде наблюдалось единство подходов к нормативному регулированию фондовых бирж.

По оценкам отдельных исследователей, к концу XIX века существовало только два государства, в которых действовали законы, регулирующие все стороны функционирования бирж: Австрия и Германия. В этой связи особо выделяют Имперский закон Германии от 22 июня 1896 года «О бирже»¹⁴⁰.

В рассматриваемый период возрастает значение **обычаев делового оборота**, формирующихся на фондовых рынках. Причем это характерно для различных государств, как отличающихся наличием единых нормативных актов о фондовых биржах, так и не имеющих таковых. Например, в США в середине XIX века довольно бурно обсуждался вопрос о том, стоит ли признавать подобные обычаи (customs), распространенные среди участников рынка, в качестве источника права¹⁴¹. Только к 1860 году в Нью-Йорке суды стали приравнивать к закону обычаи делового оборота, сложившиеся на фондовом рынке¹⁴². Если обратиться к германскому опыту, то можно обнаружить¹⁴³, что у каждой биржи имелись самостоятельно выработанные правила, по своей сути являющиеся нормами обычного торгового права¹⁴⁴.

Особый интерес представляет **германский опыт правового регулирования фондовых бирж**. Упомянутый закон о бирже появился

¹³⁷ Dos Passos J. A treatise on the law of stock-brokers and stock-exchanges. 2nd ed. N. Y., 1905. P. 20–21.

¹³⁸ Ibid. P. 35–36.

¹³⁹ Подробнее о сравнительном анализе правового регулирования фондового рынка различных европейских стран конца XIX – начала XX века см., например: Burhop C., Chambers D., Cheffins B. Is Regulation Essential to Stock Market Development? Going Public in London and Berlin, 1900–1913/MPI Collective Goods Preprint. No. 2011/15. URL: <http://ssrn.com/abstract=1892784>; Gibson G. R. The stock exchanges of London, Paris, and New York: a comparison. N.Y.: G. P. Putnam, 1889.125p.

¹⁴⁰ Stillich Dr. O. Фондовые биржи в Германии // Банковская энциклопедия. С. 125.

¹⁴¹ Например, как квалифицировать сделку по приобретению ценных бумаг от имени брокера, хотя на самом деле он действует от имени своего клиента.

¹⁴² Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 246–247.

¹⁴³ Подробнее см.: Stillich Dr. O. Указ, соч.//Банковская энциклопедия. С. 127–128.

¹⁴⁴ Например, обычаи берлинской фондовой биржи можно было разделить на следующие разделы: общие условия (например, спорные дела и третейский суд), особые условия для сделок за наличный расчет, особые условия для срочных сделок, денежные ссуды, биржевой курс, особые условия для ценных бумаг (внешний вид, состояние и т. п.), особые условия для прочих биржевых ценностей (например, иностранных банкнот).

как результат анализа сложившихся отношений в сфере фондового рынка, обобщения пожеланий экспертного сообщества и практикующих работников. Данный анализ был проведен специально созданной в 1891 году Имперской Комиссией. Результатом ее работы стал подробный отчет, на основе которого и был составлен законопроект¹⁴⁵. Следует отметить, что, по мнению Dr. O. Stillich, жесткое государственное регулирование государством сферы биржевой торговли в Германии было вызвано целым рядом случаев манипулирования ценами на товарных рынках (пшеница, кофе, сахар) и рынке ценных бумаг (растрата банкирами ценных бумаг, отданных на хранение)¹⁴⁶.

Согласно требованиям закона, немецкие биржи действовали на основании специальных уставов, отличавшихся особой многоступенчатой процедурой принятия. На первом этапе происходило принятие устава со стороны органа, являющегося контрольным по отношению к бирже: в Пруссии это торговая палата, в саксонских городах (Лейпциг, Дрезден) – сами советы бирж. На втором этапе происходило утверждение устава местным правительством.

Биржевые уставы регулировали вопросы управления, виды операций, совершаемых на бирже, также определяли перечень активов, допускаемых к обращению на бирже: монеты, векселя, иные ценные бумаги.

Органы биржи разделялись на две группы:

1) органы правительства:

- биржевой совет (Börsenausschuss);
- наблюдательные инстанции (правительства и торговые палаты);
- правительственный комиссар.

2) органы биржи:

- правление биржи (Börsenvorstand);
- комитет по допущению бумаг к котировке (Zulassungsstelle);
- курсовые маклеры и палаты маклеров (Kursmakler и Maklerkammern);
- суд чести (Ehrengericht);
- третейский суд (Schiedsgericht).

3. Усиление влияния государства на рынок ценных бумаг.

Государство не только продолжает оставаться активным эмитентом на фондовом рынке, активизируя выпуск ценных бумаг в случае необходимости финансирования военных кампаний, но и предпринимает попытки усилить государственный контроль на фондовом рынке.

Известно, что именно публичные образования оказывали серьезное влияние на развитие торговли на фондовых биржах, несмотря на то, что доля корпораций в общем объеме эмитируемых ценных бумаг постепенно возрастала¹⁴⁷. Активное участие на фондовом рынке начинают играть и муниципальные образования.

¹⁴⁵ Подробнее см.: Emery H. Crosby Speculation on the stock and produce exchange of the United States. N. Y., Columbia University, 1896. P. 223–226.

¹⁴⁶ В настоящем разделе описание особенностей правового регулирования фондовых бирж основано на работе Stillich Dr. O. Указ, соч.//Банковская энциклопедия. С. 125–129.

¹⁴⁷ Например, к 1853 году общая стоимость ценных бумаг, обращающихся на Лондонской фондовой бирже, достигла £ 1,2 миллиарда. Из этой суммы 70 % приходилось на государственные ценные бумаги, а 25 % – на ценные бумаги частных компаний (данные приведены по: Michie R. C. The global securities market: A history. P. 75).

Например, в США особое значение для экономики страны приобрели т. н. муниципальные облигации (*municipal bonds*)¹⁴⁸. Бурное использование данных ценных бумаг местными органами власти началось после окончания Гражданской Войны 1861–1865 годов. При этом руководство многих территорий (особенно западных) инициировало эмиссию муниципальных облигаций с многочисленными нарушениями, что выразалось в превышении размера выпуска над активами муниципального образования, неопределенности целей выпуска и т. п. Из-за специфики правовой системы в США (прецедентное право, особенности местного самоуправления) на практике остро вставали различные вопросы. В частности, означает ли право муниципального образования осуществлять определенные полномочия (например, строительство объектов городской инфраструктуры) наличие у него специального права на выпуск облигаций¹⁴⁹?

Кроме этого, в рассматриваемый период во многих странах государственные органы начинают активнее вмешиваться в процессы, происходящие на фондовом рынке, так как их роль в экономике значительно возрастает. Существует точка зрения, что даже принятие нового немецкого законодательства о бирже было вызвано во многом стремлением правительства улучшить условия для осуществления государственных займов на рынке ценных бумаг¹⁵⁰.

4. Рост числа ценных бумаг, выпускаемых корпорациями в большинстве развитых стран, сопровождался отменой разрешительной системы создания компаний.

Значительное влияние на развитие акционерных компаний в Европе оказала тенденция замены разрешительной системы создания компаний на явочную, наметившаяся в середине XIX столетия. Например, в Англии это произошло в 1844-м году, во Франции – в 1867-м, в Германии – в 1870-м.

Таким образом, *в конце XIX века в Европе утвердилась принципиально иная система создания акционерных обществ*. Для этого не требовалось особого разрешения правительства или монарха, достаточно было принять устав компании, разработанный в соответствии с законом, и предоставить его в **учреждение регистратуры**, действующее при одном из центральных правительственных учреждений. В Англии при департаменте торговли, в Пруссии при министерстве торговли, во Франции при коммерческом суде. Правительственное разрешение требовалось только в Италии и России¹⁵¹.

5. Увеличение числа фондовых бирж, а также иных торговых площадок.

Рост числа акционерных компаний, непрекращающаяся эмиссионная активность государства на рынке ценных бумаг и увеличение числа инвесторов вело к созданию большого количества фондовых бирж. Данная тенденция наблюдалась во многих развитых странах. Например, в США во время гражданской войны происходит резкий рост оборотов на бирже из-за повышения государственных заимствований. При этом в Нью-Йорке происходит увеличение числа фондовых бирж в связи с отказом администрации Нью-Йоркской фондовой биржи принимать в свой состав новых членов. В 1869 году происходит объединение NYSE¹⁵² и новой биржи The open board of brokers. В результате этого происходит серьезное изменение

¹⁴⁸ См. подробнее: Burhans J. A. The Law of Municipal Bonds. Chicago, 1889. P. 2–6.

¹⁴⁹ Например, Верховный Суд США в своем решении по делу *Claiborne Co. (Tenn.) v. Brooks*, in U.S. 400 (1884) четко указал, что муниципальные образования вправе осуществлять эмиссию ценных бумаг только в случаях прямо указанных в законодательстве.

¹⁵⁰ Кардашев В. П. Фондовые биржи в России // Банковская энциклопедия. С. 205.

¹⁵¹ Проект Положения об акционерных обществах с объяснительной к нему запиской. СПб., 1872. С. 43–45.

¹⁵² Носит это название с 1863 года.

организационных основ биржи: полномочия по управлению и принятию правил осуществления биржевой торговли перешло от общего собрания членов биржи к особому выборному комитету¹⁵³.

В Великобритании также был отмечен рост операций на региональных фондовых биржах, например, в Манчестере, Глазго и в Эдинбурге. При этом число таких бирж выросло с 11 в 1882 году до 22 в 1914¹⁵⁴.

Фондовые биржи появляются в целом ряде европейских стран, прежде не принимавших активное участие в развитии рынка ценных бумаг. Например, в Швейцарии¹⁵⁵ биржи возникают в Женеве (1850), Цюрихе (1875) и в Базеле (1876).

Помимо официальных бирж, во всем мире действовали неофициальные или «негласные биржи» (Winkelbörse)¹⁵⁶. Они были необходимы для того, чтобы завершить сделки, начатые на биржах и прерванные в связи с ограниченным временем их работы. Например, в конце XIX века в Париже такая торговая площадка была расположена в ресторане «Tortonia», другая в Пассаж du Panorama, в Амстердаме – под названием Effectensocietät, в Гамбурге – Börsenhalle. Во избежание манипулирования курсовой стоимостью ценных бумаг государство боролось с негласными биржами, их деятельность, как правило, запрещалась.

Резкому увеличению числа фондовых бирж способствовало и развитие науки и техники. Именно изобретение и внедрение в деловую практику **телеграфной связи** способствовало расширению географии сделок с ценными бумагами, снижало информационный дисбаланс между биржами, находившимися в столицах и регионах¹⁵⁷.

Влияние Первой мировой войны на развитие фондового рынка велико, так как она подразумевала высокие расходы на ведение боевых действий. Данное обстоятельство было обусловлено как масштабами самой военной кампании, так и ее затяжным характером. В то же время в связи с ограниченностью возможностей получения финансовых средств на внешних рынках¹⁵⁸ происходит резкое увеличение объемов государственных заимствований на внутренних фондовых рынках.

В большинстве воюющих стран происходит широкомасштабная эмиссия государственных ценных бумаг. Основная особенность размещения государственных облигаций состояла в том, что этот процесс сопровождался патриотической пропагандой, при этом ценные бумаги, прежде всего, распространялись на внутреннем рынке и были направлены не только на организации и крупных капиталистов, но и на обычных граждан¹⁵⁹.

¹⁵³ Смирнов А. М. Фондовые биржи в Северо-Американских Соединенных Штатах // Банковская энциклопедия. С. 170.

¹⁵⁴ Cheffins B. R. Corporate ownership and control. British business transformed. Oxford University Press, 2010. P. 176.

¹⁵⁵ Cassis Y. Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres 1780–2009. Cambridge University Press, 2010. P. 70.

¹⁵⁶ Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. СПб., 1879. С. 10.

¹⁵⁷ Однако новые технологии привели и к новым способам манипулирования на биржах. Например, администрация Парижской биржи нередко распространяла сведения, которые впоследствии оказывались ложными, так как основывались на телеграммах с подложными подписями. Это делалось в целях понижения или повышения курсовой стоимости определенных ценных бумаг (см.: Гаттенбергер К. К. Законодательство и биржевая спекуляция. Харьков, 1872. С. 105).

¹⁵⁸ Многие финансовые центры оказались на территории враждебных государств, что исключало возможность размещение на их площадках государственных ценных бумаг противника. Инвесторы союзных государств после серии обвалов на фондовых биржах также проявляли осторожность к иностранным ценным бумагам, крупные банки, в основном, обслуживали интересы военной промышленности своего государства.

¹⁵⁹ Например, в США в довоенный период число владельцев ценных бумаг не превышало 200 000, но за счет распространения государственных облигаций Свободы (Liberty bonds) общее количество инвесторов возросло до 20 миллионов! (По данным Willis and Bogen, цит. по: Teweles R. J., Bradley E. S. The Stock Market. John Wiley & Sons, 1998. P. 121.)

Например, **Германия** при помощи внутренних займов сумела покрыть свыше двух третей своих военных расходов¹⁶⁰. Но особенно интересен порядок осуществления заимствования на рынке¹⁶¹, которое происходило в двух формах: **краткосрочной и долгосрочной**. Краткосрочный заем в виде выпуска обязательств государственного казначейства был рассчитан на кредитные учреждения и на крупных капиталистов. Величина займа – 1 миллиард марок, обязательства были разбиты на 5 серий, которые подлежали погашению в период с 10 октября 1918 по 1 октября 1920 года каждые полгода, причем погашение должно было производиться отдельными сериями посредством тиража. Долгосрочный заем был рассчитан на граждан, а также на учреждения, владеющие «крупным имуществом». Заем был процентный. По сравнению с иными государственными ценными бумагами этого периода процент был установлен довольно высокий – 5 %! Заем являлся бессрчным, но при этом казначейство имело право погашать его по истечении 10 лет. На заем была объявлена публичная подписка. В связи с тем, что общий размер займа был очень велик, первоначально государство решило не прибегать к помощи частных банков, размещение осуществлялось напрямую Имперским банком в своих 500 отделениях.

Одной из особенностей военных займов в **Великобритании**¹⁶² было **большое разнообразие выпускаемых ценных бумаг**. В частности можно было выделить:

- военно-сберегательные свидетельства (War Saving Certificates), которые выпускались номиналом по 15 шиллингов в пенсов и погашались через 5 лет уплатой одного фунта стерлингов¹⁶³;
- военно-расходные свидетельства (War Expenditure Certificates) – двухлетние обязательства государственного казначейства;
- краткосрочные обязательства (Treasury Bills) выпускались номиналом 1000, 5000 и 10 000 ф. ст., сроками на 3, 6 и 9 месяцев. Процент по этим ценным бумагам менялся в зависимости от условий денежного рынка;
- краткосрочные займы (Exchequer Bonds) выпускались с марта 1915 года сроком от 3 до 5 лет при условии 3 и 5 % годовых.

В **России** финансирование военных расходов также во многом обеспечивалось внутренними облигационными займами. Например, с 1914 по 1917 годы при помощи продажи государственных ценных бумаг было привлечено 11,5 миллиарда рублей. Активную роль в процессе эмиссии играли банки, размещавшие облигации за вознаграждение в 2 % среди своих клиентов¹⁶⁴.

Война оказала серьезное влияние и на усиление государственного регулирования рынка ценных бумаг. Благодаря развитию телеграфа и телефона к 1914 году фондовые рынки различных стран были очень сильно взаимосвязаны друг с другом. Объявление

¹⁶⁰ Кулишер И. М. Военные займы в Германии//Военные займы [Сб. статей]/под общ. ред. М. И. Туган-Барановского. Петроград, 1917. С. 12.

¹⁶¹ Там же. С. 38–39.

¹⁶² Согласно работе: Идельсон В.Р. Рост государственного долга в Великобритании//Военные займы [Сб. статей]. Петроград, 1917. С. 73.

¹⁶³ Интересно, что первоначально свидетельства разрешалось приобретать лишь тем, чей доход не превышал 300 ф. ст. в год. Это ограничение было отменено 8 июня 1916 года.

¹⁶⁴ Погребинский А. П. Государственные финансы царской России в эпоху империализма. М., 1968. С. 137. Мукосеев В.А. Военные займы России // Военные займы [Сб. статей]. Петроград, 1917. С. 155.

Австрией в конце июля 1914 года войны Сербии негативным образом отразилось на всех основных торговых площадках мира. По причине панических настроений участников торгов началось резкое снижение котировок практически всех ценных бумаг. Данная тенденция могла повлиять не только на участников фондовых рынков, но и на банки, в которых те кредитовались для биржевой игры (в том числе и под залог ценных бумаг). В свою очередь, это вело к катастрофическим последствиям: при цепной реакции на рынке (каждый отказ от исполнения обязательств провоцировал аналогичные отказы других участников и банков) под удар были поставлены как промышленные предприятия, так и экономика в целом.

Именно в связи с указанными выше опасениями и была закрыта **Лондонская фондовая биржа (LSE)** с 31 июля 1914 года¹⁶⁵. Кроме того, первоначально британское правительство наложило мораторий на требования о выплате кредитов¹⁶⁶. Торги на **Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE)**¹⁶⁷ были прекращены с 31 июля по 27 ноября 1914 года. Затем они возобновлялись с определенными ограничениями по ценовым колебаниям: с 28 ноября 1914 года было разрешено торговать облигациями; с 12 декабря 1914 года – определенным кругом ценных бумаг; с 15 декабря 1914 года – всеми ценными бумагами. Все установленные ценовые ограничения были сняты 1 апреля 1915 года.

В России 16 июля 1914 года Совет фондового отдела Петроградской биржи принял решение о временном прекращении биржевых операций, а затем, 19 июля, и о полном закрытии биржи вплоть до особого распоряжения. В январе 1917 года состоялось открытие биржи, но она проработала лишь до марта этого же года и была закрыта в связи с событиями Февральской революции¹⁶⁸.

Что характерно, тенденция на усиление государственного контроля на фондовых рынках продолжала наблюдаться как во время самой войны, так и после ее окончания¹⁶⁹. Последнее обстоятельство, очевидно, было вызвано необходимостью восстановления экономик стран, пострадавших от боевых действий. Например, в августе 1914 года в Испании был принят закон об установлении контроля Правительства над фондовым рынком, в 1918 году полномочия были расширены. В 1919 году в Дании на нормативном уровне был установлен контроль правительства над Копенгагенской фондовой биржей. Меры государственного контроля были направлены и на недопущение размещения иностранных ценных бумаг на местных фондовых биржах. Ведь средства инвесторов, приобретавших иностранные активы, фактически финансировали восстановление зарубежных экономик.

Формирование и дальнейшее функционирование фондового рынка сопровождалось усложнением правового регулирования возникавших в его рамках отношений. Первоначально государственные органы предпринимали попытки воздействовать на рынок путем запретительных мер, однако они часто оказывались неэффективными. Именно поэтому, по мере развития рынка ценных бумаг и повышения его влияния на экономику, все большее

¹⁶⁵ Michie R. C. The London Stock Exchange: A History. Oxford University Press, 2000. P. 145–146.

¹⁶⁶ Стоит отметить, что закрытие торгов на Лондонской фондовой бирже привело к развитию внебиржевого организованного рынка, основанного на средствах связи, в частности, телеграфной. Например, число клиентов подобной системы (Exchange Telegraph's challenge system) с момента начала войны до конца 1914 года выросло в три раза – с 29 до 96 (Подробнее см.: Michie R. C. The London Stock Exchange: A History. Oxford University Press, 2000. P. 147).

¹⁶⁷ По информации с официального сайта Нью-Йоркской фондовой биржи. URL: <http://www.nyse.com/pdf/s/closings.pdf>.

¹⁶⁸ Шепелев Л. Е. *Фондовая биржа в России в период 1-й мировой войны (1914–1917)*//Исторические записки. Т. 84. М., 1969. С. 122, 143, 147.

¹⁶⁹ Michie R. C. The global securities market: A history. Oxford University Press, 2007. P. 165.

значение стала приобретать необходимость создания стройной системы государственного регулирования фондового рынка. При этом к 20-м годам XX века¹⁷⁰ лишь немногие страны имели кодифицированные нормативные акты, посвященные регулированию отношений на рынке ценных бумаг. Отсутствовали и специальные органы государственной власти, основной сферой деятельности которых было осуществление государственного воздействия на фондовый рынок.

Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX- начале XX в.



¹⁷⁰ Особенности правового регулирования рынка ценных бумаг в XX веке будут рассмотрены в главе, посвященной современному регулированию фондового рынка.

Краткие выводы

1. Возникновение и развитие рынка ценных бумаг напрямую связано с двумя явлениями Нового времени:

1) изменением долговой политики европейских государств, выразившемся в активном заимствовании денежных средств у широкого круга лиц посредством выпуска ценных бумаг;

2) развитие корпоративной формы ведения бизнеса (прежде всего, в акционерных обществах), что привело к широкомасштабным эмиссиям акций и облигаций, которые свободно обращались среди инвесторов.

2. Именно в Нидерландах происходит возникновение фондового рынка, характеризующегося наличием большого разнообразия объектов инвестирования, налаженной инфраструктуры (в том числе отдельное здание биржи), высоким уровнем развития отношений между участниками рынка.

3. Необходимо выделить следующие отличительные черты, присущие фондовому рынку Нидерландов XVII века:

- организация публичного размещения и обращения акций корпораций, создание вторичного рынка акций;

- выработка основных принципов размещения корпоративных ценных бумаг в рамках не только национального, но и зарубежного рынка;

- внедрение в деловую практику новых разновидностей совершаемых на рынке сделок с ценными бумагами;

- попытки государственных органов осуществлять регулирование рынка ценных бумаг посредством издания запретительных нормативно-правовых актов.

4. В XVIII веке в Европе постепенно начинают развиваться иные торговые площадки, помимо Амстердама, например, в Лондоне.

5. К концу XVII века английский фондовый рынок характеризовался следующими чертами:

- отсутствие единого нормативного регулирования (наличие разрозненных уставов корпораций, утверждаемых Королем или Парламентом, а также судебных прецедентов);

- торговые площадки ценными бумагами складывались стихийно, вне биржевой системы;

- постепенное расширение размещения акций среди неограниченного круга инвесторов;

- концентрация активности на фондовом рынке преимущественно в Лондоне;

- использование в торговом обороте более сложных сделок, чем обычная купля-продажа ценных бумаг (например, срочные сделки);

- появление к 1694 году на рынке ценных бумаг т. н. профессиональных участников.

6. Возрастание роли фондовых рынков в экономической жизни Англии привело к принятию различных нормативных актов, которые, как и в Голландии, ориентировались на запрет определенных отношений, а не на улучшение их регулирования:

- Закон Парламента 1697 года, ограничивающий количество брокеров и фондовых джобберов и регулирующий их деятельность;

- Закон о мыльных пузырях (Bubble Act) 1720 года;

- Закон Парламента 1721 года о сделках, заключенных до падения рынка;

- Закон Сэра Джона Бернарда 1734 года;

- Закон об ограничении голосования по акциям 1766 года.

7. Период с конца XIX – начала XX века напрямую связан с укреплением роли и значения бирж как ключевого элемента рынка. Именно в это время во многих странах завер-

шается организационное и юридическое обособление фондовых бирж от товарных бирж и от неорганизованного «уличного рынка». Происходит упорядочивание правил и норм о деятельности данного института. Во многих странах осуществляется перебазирование бирж в новые здания с необходимой инфраструктурой для участников рынка.

8. Представляется возможным выделить следующие особенности развития фондовых бирж, а с ними и рынка ценных бумаг в XIX – начале XX веков:

- различия в организации и регулировании фондовых бирж континентальной Европы, Великобритании и США;
- отсутствие единого нормативного акта, регламентирующего все основные сферы деятельности фондовых бирж;
- усиление влияния государства на рынок ценных бумаг;
- рост числа ценных бумаг, выпускаемых корпорациями в большинстве развитых стран, который сопровождался отменой разрешительной системы создания компаний;
- увеличение количества фондовых бирж, а также иных торговых площадок.

9. Влияние Первой мировой войны на развитие фондового рынка велико: происходит резкое увеличение объемов государственных заимствований на внутренних фондовых рынках, а также усиливается государственное регулирование рынка.

Контрольные вопросы

1. В каком европейском государстве в XVI веке началось активное развитие рынка ценных бумаг?
2. Назовите отличительные черты, присущие фондовому рынку Нидерландов в XVII веке.
3. Какие основные сделки совершались на Амстердамской фондовой бирже в XVII веке?
4. Назовите нормативные акты, затронувшие отношения на рынке ценных бумаг, принятые в Нидерландах в XVII веке. Чем было вызвано их принятие?
5. Что стало одной из основных причин создания альтернативных механизмов разрешения конфликтов на рынке ценных бумаг Нидерландов в XVII веке?
6. Дайте характеристику английскому фондовому рынку XVII века.
7. Какие нормативные акты регулировали отношения, возникавшие на фондовом рынке в Англии в XVII–XVIII веках?
8. Как вы думаете, в чем причины игнорирования участниками рынка запретов, установленных английским законодательством в сфере фондового рынка?
9. Назовите особенности развития фондовых бирж, а с ними и рынка ценных бумаг в XIX – начале XX века.
10. В чем отличие регулирования бирж в Англии и США от стран континентальной Европы?
11. Каковы особенности правового регулирования фондовых бирж в Германии в конце XIX – начале XX века?
12. В чем проявилось влияние Первой мировой войны на государственное регулирование фондового рынка?

Основная литература

Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. – Cambridge, 1998. – 340p.

DuBois A. B. The English Business Company After the Bubble Act, 1720–1800. – repr. – London: Octagon Books, 1971. – 522 p.

Garber P. M. Famous first bubbles: the fundamentals of early manias. – The MIT Press: 2000, – 175 p.

Gibson G. R. The stock exchanges of London, Paris, and New York: a comparison. – N. Y: G. R Putnam, 1889. – 125 p.

Harris R. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution [Electronic resource], – 2006. – 59 p. – URL: <http://ssrn.com/abstract=874406>.

Jan de Vries, A. M. van der Woude. The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815. – Cambridge university press, 1997. – 767p.

Petram L. O. The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700 [Electronic resource], – diss. – 2011. – 221 p. – URL: <http://dare.uva.nl/document/201694>.

Lipton R. The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: A Study of Institutional Change [Electronic resource]/Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation // Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation Legal Studies Research Paper Ser. – No. 19. – 2009. – 37p. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1413502>.

Michie R. C. The global securities market: A history. – Oxford University Press, 2007, – 412 p.

Michie R. C. The London Stock Exchange: A History. – Oxford University Press, 2000. – 688 p.

Stringham E. The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam [Electronic resource]//Quarterly Review of Economics and Finance. – Vol.43. – No. 2. – 2003. – 24p. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1676251>.

Банковая энциклопедия: в 2 т. Т. 2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война/под общ. ред. проф. Л. Н. Яснопольского. – Киев: Изд-во Банк, энцикл., 1917. – 412 с.

Военные займы [Сб. статей]/под общ. ред. М. И. Туган-Барановского. – Петроград, 1917- 196 с.

История развития зарубежного и российского корпоративного законодательства // Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. – М.: КноРус, 2011. – 1120с. – Гл. 2.

Дополнительная литература

Burhans J. A. The Law of municipal bonds Chicago. – Chicago New York, S. A. Kean & Co., 1889. – 342 p.

Burhop C, Chambers D., Cheffins B. Is Regulation Essential to Stock Market Development? Going Public in London and Berlin, 1900–1913 [Electronic resource]/MPI Collective Goods Preprint. – No. 2011/15. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1892784>.

Cassidy Y. Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres, 1780–2009. – Cambridge University Press, 2010. – 408 p. Cheffins B. R. Corporate ownership and control. British business transformed. – Oxford University Press, 2010. – 423 p.

Cobbett W, Hansard T. C. The Parliamentary history of England from the earliest period to the year 1803. – London, 1813.

Dariusz W. The Global Stock Market: Issuers, Investors, and Intermediaries in an Uneven World. – N.Y., 2011. – 220p.

Emery H. Crosby Speculation on the stock and produce exchange of the United States. – N.Y., Columbia University, 1896. – 230p.

Homer S., Sylla R. A history of interest rates. – New Jersey: Wiley, 2005. – 736p.

Kelemen R. D. Eurolegalism: The Transformation of Law and Regulation in the European Union. – Harvard University Press, 2011. – 378 p.

Marchi N. de, Harrison R. Trading in the wind and with guile: the troublesome matter of the short selling of shares in seventeenth century Holland/Higgling: transactors and their markets in the history of economics//ed. by Neil De Marchi, Mary S. Morgan Duke. – University press, 1994.

Вера, Ж. де ла. Путаница путаниц = Confusion de Confusiones [Электронный ресурс]/пер. Ю. Бондарева. – 1999. – URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2.txt>.

Гаттенбергер К. К. Законодательство и биржевая спекуляция. – Харьков, 1872. – 255 с.

Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. – СПб., 1879. – 211с.

Глава 3

История правового регулирования рынка ценных бумаг в России

... всем известно, что наши люди ни во что сами не пойдут, ежели не приневолены будут...

Из Указа Петра Великого об учреждении компании для торговли с Испанией, 1724 год

До сих пор не было, да и едва ли может быть такая сила, которая могла бы побороть и уничтожить биржу, это равнозначительно уничтожению корысти, эгоизма человеческой природы.

Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже (ее причины и последствия), 1897 год

- 1. Дореволюционный период правового регулирования рынка ценных бумаг.**
- 2. Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советской и новой России.**
- 3. Законодательство о рынке ценных бумаг в новой России.**

3.1. Дореволюционный период правового регулирования рынка ценных бумаг

В отличие от зарубежных стран, в России формирование фондового рынка происходило довольно медленно. Во многом это было связано как с общей неразвитостью многих экономических институтов (банков, страховых компаний ит. д.), так и с отсутствием потребности у представителей купеческого сословия совершать сделки с ценными бумагами. Государство периодически прилагало определенные усилия для формирования основ рынка ценных бумаг, однако серьезного воздействия на ситуацию это не оказало.

В качестве наиболее значимых мер, предпринятых руководством страны, можно выделить следующие:

1. Учреждение биржи в Санкт-Петербурге в 1703 году.

В этом шаге очевидно стремление Петра I обеспечить функционирование российского рынка ценных бумаг (товарного рынка) путем создания объектов инфраструктуры. На основании указаний монарха не только учреждается новый институт, но и осуществляется строительство специального здания¹⁷¹. Правда, при этом не было учтено, что, исходя из мирового опыта, сначала происходит формирование отношений в определенной области и лишь после этого происходит создание инфраструктуры¹⁷².

2. Формирование основ законодательного регулирования биржевой деятельности.

16 января 1721 года был принят Регламент или Устав главного магистрата. Деятельность бирж регламентировалась главами XVIII «О биржах или о схожих местах» и XIX «О маклерах или о торговых сводчиках»¹⁷³. В главе XVIII повелевалось «по примеру иностранных купеческих городов, построить биржи, в которые в сходились торговые (люди) граждане для своих торгов и постановления векселей». Несколько лет спустя Указом Петра II от 16 мая 1729 года¹⁷⁴ был принят Устав Вексельный, заложивший основы правового регулирования отношений по выдаче и обороту векселей, распространенных в европейском деловом мире.

3. Стимулирование создания корпоративных организаций, осуществляющих предпринимательскую деятельность.

В эпоху Петровских преобразований проблема организации предпринимательской деятельности по новому образцу стала всерьез обсуждаться на официальном уровне. Именно в этот период появляется **первый нормативно-правовой акт**, затронувший сферу корпоративных взаимоотношений. Речь идет об Указе Петра I от 27 октября 1699 года¹⁷⁵, который должен был подвигнуть российское купечество на создание торговых компаний. Никаких значительных последствий данный указ не имел, как отмечал голландский путешественник в одном из своих писем: «дело это пало само собой»¹⁷⁶.

Было бы неверным утверждать, что в Петровскую эпоху больше не предпринималось попыток развить корпоративные формы осуществления предпринимательской деятельности. В частности, можно выделить два Указа: один был посвящен созданию компании кито-

¹⁷¹ Куракин Р. С. Биржевое право: учебное пособие. Т. 1. М., 2011. С. 81.

¹⁷² О специфике торговли ценными бумагами в Лондоне в XVII веке см. главу 2. Первоначально появились торговцы ценными бумагами, и лишь развитие отношений между ними привело к созданию Лондонской фондовой биржи, а не наоборот.

¹⁷³ Реформы Петра I: Сборник документов/Сост. В. И. Лебедев. М.: Гос. соц. – эк. изд-во, 1937. С. 201.

¹⁷⁴ Полное собрание Законов Российской империи с 1649 года. Первое собрание. Т. 8. 1830. Ст. 5410. С. 147 (далее ПСЗ).

¹⁷⁵ ПСЗ-1. Т. 3. № 1708. С. 654.

¹⁷⁶ Цит. по: Павлов-Сильванский Н. Проекты реформ в записках современников Петра Великого. СПб., 1897. С. 42.

вой ловли (от 8 ноября 1723 года)¹⁷⁷, а другой – компании, учреждаемой для торговли с Испанией (от 4 августа 1724 года)¹⁷⁸. Примечателен текст второго Указа, в частности, в п. 3 говорилось, что при внесении паев (то есть формировании капитала компании) в качестве примера следует брать Ост-Индскую компанию. Кроме того, для успеха предприятия государство выделяло создаваемой компании корабли, матросов и денежные средства. Однако даже помощь властных структур не помогла компании: успеха она не имела¹⁷⁹.

О попытках создать первые компании, основанные на членстве, многое может сказать следующая выдержка из Указа о создании компании для торговли с Испанией:

«Собрать компанию из торговых людей, которые в оное управляли <...>, **но понеже всем известно, что наши люди ни во что сами не пойдут, ежели не приневолены будут:** того ради Коммерц-Коллегия для сей новости дирекцию над сим и управление должна иметь, как мать над дитятем во всем, пока в совершенство придет».

Итак, указанные выше меры не оказали влияния на развитие биржевой торговли в России. Участники предпринимательской деятельности еще не были готовы ни к восприятию корпоративной формы ведения бизнеса, ни к использованию в деловом обороте финансовых инструментов.

Несмотря на отсутствие развития в XVIII веке внутренних финансовых институтов, *российское государство активно размещало на зарубежных торговых площадках долговые ценные бумаги.*

С 1769 по 1793 годы в Голландии были размещены облигации государственных займов России на общую сумму 92,9 млн гульденов¹⁸⁰. Однако на отечественной бирже по указанным выше причинам данные ценные бумаги не обращались.

Самое первое размещение было произведено на основании Высочайшего рескрипта¹⁸¹ о выпуске первого русского займа в размере 7 500000 голландских гульденов через Амстердамских банкиров де-Смет. В качестве обеспечения по займу, помимо прочего, выступил залог эстляндских и лифляндских пошлин за привозимые и отвозимые товары городов Риги, Пернова, Ревеля и Нарвы.

Представляется возможным выделить некоторые особенности этого выпуска:

- 1) русское правительство выдало от своего имени обязательства на имя банкиров-посредников облигациями стоимостью 500 гульденов;
- 2) банкиры от своего имени выпускали в обращение облигации на небольшие суммы (100 гульденов) с купонами на получение процентов;
- 3) проводилось предоставление и засвидетельствование каждой облигации выпуска у находящегося в Гааге русского министра в присутствии присяжного нотариуса.

Как отмечает Ю. П. Голицын, необходимость использования такой довольно сложной схемы размещения займа была обусловлена несколькими причинами, к которым можно отнести отсутствие взаимосвязи российского

¹⁷⁷ ПСЗ-1. Т. 7. № 4350. С. 153.

¹⁷⁸ Там же. № 4540. С. 332.

¹⁷⁹ Подробнее см.: Каминка А. И. Акционерные компании. Юридическое исследование. Т. 1. СПб., 1902. С. 331–332.

¹⁸⁰ Кардашев В. П. Фондовые биржи в России // Банковская энциклопедия. С. 188–189.

¹⁸¹ См. текст рескрипта: Шторх П. О государственном долге // Гражданин. 1873. № 29. С. 800.

и зарубежного финансовых рынков, слабую информированность иностранных кредиторов о финансовом и экономическом состоянии России, а следовательно, и низкий уровень доверия к России как заемщику¹⁸².

Однако итоги займа нельзя было назвать успешным. В частности, вместо 7,5 млн гульденов в первый год размещения было реализовано ценных бумаг на 4 млн, хотя впоследствии и удалось продать облигаций еще на 1,5 млн гульденов. Вот почему Высочайшим рескриптом 23 августа 1770 года был инициирован дополнительный заем, но уже в Италии. Порядок его осуществления был аналогичен голландскому¹⁸³.

Разумеется, на формирование отечественного рынка ценных бумаг оказало воздействие и постепенное создание во второй половине XVIII века первых отечественных акционерных компаний. По мнению многих исследователей¹⁸⁴, первым акционерным обществом, созданным в России, была **Российская в Константинополь торгующая коммерческая компания**¹⁸⁵, Указ о ее учреждении увидел свет 24 февраля 1757 года¹⁸⁶. Что характерно, привлекаемый компанией капитал делился на акции, распределяемые среди учредителей и иных лиц, изъявлявших желание их приобрести¹⁸⁷. В дальнейшем в России появилось еще несколько подобных компаний: Персидская торговая компания (1758) и Среднеазиатская компания (Торгующая в Хиву и Бухару компания) (1760). Несмотря на такое оживление в торговой сфере, в XVIII веке это так и не привело к формированию российского фондового рынка: количество совершаемых сделок с акциями было крайне ограничено.

Становление российского фондового рынка происходит только **в начале XIX века**. Прежде всего, это было связано с новыми попытками размещения государственных ценных бумаг (облигаций) на внутреннем рынке. Нормативной основой данного мероприятия выступил *Именной указ «О внутренних в Государстве займах»*¹⁸⁸.

Согласно этому указу **порядок выпуска государственных облигаций** характеризовался следующими особенностями:

1. Непосредственно продажей ценных бумаг инвесторам занимались купцы, определенные Государственным Казначейством (п. 2 Указа).
2. Не устанавливались ограничения по кругу лиц, выступающих в качестве инвесторов. Любой подданный Российской империи, равно как и иного государства, мог приобрести государственные ценные бумаги (п. 3 Указа).
3. Выпускаемые ценные бумаги делились на две группы (п. 4 и 5 Указа):

¹⁸² Голицын Ю. П. Все, что делать могу, есть то, чтоб подтвердить о учинении правосудия... (Екатерина II и финансово-экономические проблемы России) // Рынок ценных бумаг. 2012. № 10. С. 66.

¹⁸³ Мигулин П. П. Русский государственный кредит (1769–1899): опыт историко-критического обзора. Т. 1. Харьков, 1899. С. 3–5.

¹⁸⁴ См., например: Каминка А. И. Акционерные компании. Юридическое исследование. Т. 1. СПб., 1902. С. 337; Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах [Электронный ресурс]. М.: Статут, 2008. Электрон, вер, печат. публ. URL: <http://base.consultant.ru>. (Доступ ограничен).

¹⁸⁵ Также в неофициальных документах данная компания обозначалась как Темерниковская компания. Темерниковская компания – в связи с Темерниковским портом, через который осуществлялись торговые операции с Турцией (См. например: Юхт А. И. Торговые компании в России в середине XVIII в. // Исторические записки/ гл. ред. А. М. Самсонов. М., 1984. С. 239).

¹⁸⁶ ПСЗ-1. Т. 14. № 10694. С. 726. Следует отметить, что чиновники довольно долго пытались подвигнуть российских купцов на создание компании для торговли с Турцией. В рассматриваемом Указе содержится ссылка на два Указа 1753 и 1755 годов, которые были направлены на поиски учредителей данной компании.

¹⁸⁷ Пункт 3 Указа рекомендует для сохранности имущества компании привлекать к покупке акций донских казаков и простых обывателей. При этом в п. 4 отмечается, что иностранные подданные приобретать акции компании не имеют права.

¹⁸⁸ Выписка из Именного указа, данного Государственному Казначей «О внутренних в Государстве займах» была опубликована 25 августа 1809 года: ПСЗ-1. Т. 30. № 23808а. С. 1110. Многие авторы датируют сам указ 25 марта 1809 года (см., например: Рынок ценных бумаг: учебник/под ред. Е. Ф. Жукова. М., 2009. С. 351).

- 1) с обозначением срока погашения (от 5 до 10 лет);
- 2) без обозначения срока (то есть бессрочные).
4. Инвесторам выплачивалось 7 % от номинальной стоимости ценной бумаги (п. 10).
5. Фактически ценные бумаги выпускались без обеспечения, хотя в п. 16 Указа особо оговаривалось, что они «обеспечены гарантией и сильным ручательством Императорского <...> слова».

Несмотря на то, что государство установило довольно высокий процент, государственные бумаги первого внутреннего займа не пользовались популярностью у потенциальных инвесторов.

П.П.Мигулин выделял следующие причины неудачи первого размещения государственных ценных бумаг на внутреннем рынке России:

- 1) население привыкло размещать сбережения в государственных кредитных организациях под 5 % с правом выдачи вкладов **по первому требованию** (сохранные и ссудные казны Воспитательных домов, приказы общественного призрения и Заемный банк);

- 2) вложение средств в облигации государственного займа было сопряжено с целым рядом неудобств:

- выдача процентов осуществлялась исключительно в Петербурге;
- облигации подлежали биржевой оценке, следовательно, имелся риск последующего снижения их стоимости.

Несмотря на возникшие проблемы, позитивным итогом первого внутреннего выпуска государственных ценных бумаг стало формирование нормативной базы осуществления государственных заимствований на российском фондовом рынке и развитие самой инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Вместе с увеличением числа создаваемых акционерных компаний¹⁸⁹ и более активным выпуском государством ценных бумаг на внутреннем рынке в первой половине XIX века происходит становление дореволюционного фондового рынка России. Данный процесс сопровождается **развитием биржевых институтов**: к Санкт-Петербургской и созданной в конце XVIII века Одесской добавляются Варшавская (1816) и Московская (1837) биржи.

Увеличение биржевой активности и отсутствие существенной поддержки государства способствовали развитию автономности бирж. Например, новое здание Санкт-Петербургской биржи, в котором она разместилась в 1816 году, требовало содержания, это привело к проведению собрания биржевых купцов, которые выбрали Комитет Санкт-Петербургской биржи¹⁹⁰. Затем этот орган взял на себя решение уже иных вопросов, связанных с сферой биржевой торговли.

Долгое время в России практически отсутствовало нормативное регулирование биржевой деятельности. Однако бурное развитие торговли на фондовом рынке в 30-х годах XIX века привело к необходимости улучшения нормативной регламентации рынка ценных бумаг и установлению основ государственного надзора за этой сферой. Результатом чего стала разработка и принятие следующих нормативных актов:

- Высочайше утвержденное Положение о биржевых маклерах, гоф-маклерах, аукционистах, нотариусах, корабельных маклерах, диспашерах и о Биржевом комитете для надзора за благочинием биржевых собраний при Санкт-Петербургском Порте от 12 января 1831 года (далее Положение о биржевых маклерах)¹⁹¹.

¹⁸⁹ Если к началу XIX века в России действовало всего лишь несколько акционерных компаний, а с 1799 по 1806 годы было учреждено 3, то в дальнейшем наблюдается рост числа корпораций: с 1807 по 1829 годы создано 19 акционерных компаний, с 1830 по 1836 годы – 30 (Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России XIX – начала XX века. СПб, 2006. С. 30).

¹⁹⁰ Кардашев В. П. Фондовые биржи в России // Банковская энциклопедия. С. 189.

¹⁹¹ ПСЗ-2. Т. 6.4. 1. № 42555. С. 18.

– Высочайше утвержденный Устав Санкт-Петербургской Биржи от 1832 года¹⁹².

– Положение «О компаниях на акциях» от 6 декабря 1836 года (далее Положение о компаниях на акциях)¹⁹³.

Указанные выше акты были направлены на *урегулирование следующих вопросов, связанных с функционированием фондового рынка*:

– правовой статус лиц, обеспечивающих функционирование фондового рынка (маклеров, биржевых нотариусов и т. п.);

– особенности совершения сделок с ценными бумагами;

– управление деятельностью бирж;

– общие правила размещения ценных бумаг.

Заложенные основы регулирования рынка ценных бумаг преимущественно действовали вплоть до событий 1917 года.

Правовой статус лиц, обеспечивающих функционирование фондового рынка¹⁹⁴

Центральным элементом организованного фондового рынка в рассматриваемый период выступали **биржевые маклеры**. По своей сути данные лица являлись «посредниками в торговых делах», которые на возмездной основе¹⁹⁵ принимали активное участие в совершении биржевых сделок с ценными бумагами¹⁹⁶.

Количество биржевых маклеров было строго фиксированным, претендент на это звание должен был ожидать освобождения соответствующей позиции. К кандидатам предъявлялись достаточно жесткие требования: российское подданство, возраст – 30 лет, наличие опыта хозяйственной деятельности (купец или управляющий), знание законодательства и т. д.

Законодатель установил многоступенчатую *процедуру получения звания биржевого маклера*. Она состояла из следующих этапов:

1) публичное объявление Департаментом внешней торговли Министерства финансов об открытии вакансии биржевого маклера;

2) подача претендентами заявки в Департамент внешней торговли с приложением доказательств своего соответствия предъявляемым к кандидатам требованиям;

3) выборы биржевого маклера посредством голосования купцов 1-й и 2-й гильдии;

4) сдача претендентом Биржевому комитету экзамена на владение законодательством и обладание иными знаниями, необходимыми биржевому инвестору;

5) утверждение биржевого маклера Департаментом внешней торговли и принесение присяги.

Основной сферой деятельности биржевых маклеров в отношении ценных бумаг было оказание помощи участникам торгов в поиске контрагента (продавца или покупателя) и в подготовке совершения сделок. Как особо отмечал А. Г. Гусаков, биржевой маклер, действуя в интересах обеих сторон, всего лишь готовит сделку, но не заключает ее ни от своего имени, ни от имени поручителя¹⁹⁷.

¹⁹² ПСЗ-2. Т. 7. № 5648. С. 676.

¹⁹³ ПСЗ-2. Т. 11. № 9763. С. 257.

¹⁹⁴ Согласно Положению о биржевых маклерах.

¹⁹⁵ Каждый маклер имел право на получение определенного вознаграждения – куртаж.

¹⁹⁶ В конце XVIII – начале XIX века положение маклеров регулировалось инструкцией 1797 года. На основании ее анализа можно сделать вывод о серьезных требованиях, предъявляемых к претендентам на должность маклера: высокие моральные качества, подтверждаемые купцами, выдвигавшими определенную кандидатуру; прохождение экзамена на знание особенностей биржевой торговли, проводимого особой комиссией.

¹⁹⁷ Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России/сост. по лекциям проф. А. Г. Гусакова. СПб., 1905. С. 150, 155.

Законодательно¹⁹⁸ закреплялись и особые **принципы поведения биржевых маклеров**. В частности, они должны были вести себя честно, беспристрастно («оказывать совершенное нелицеприятие»), сохранять тайну совершаемых сделок, предостерегать доверителя в случае наличия риска обмана или вреда и, в свою очередь, воздерживаться от исполнения поручений, направленных на совершение «подлога или обмана». Также маклерам запрещалось совершать биржевые сделки в своих интересах.

Кроме этого, маклеры были обязаны составлять и выдавать сторонам сделки особые маклерские записки¹⁹⁹, которые удостоверяли сам факт совершения сделки.

За нарушение установленных правил биржевые маклеры в первую очередь несли имущественную ответственность (денежные штрафы), а в исключительных случаях к ним применялось такое наказание, как отрешение от должности²⁰⁰.

Особое значение на крупных биржах²⁰¹ играли **гоф-маклеры**. Они назначались непосредственно министром финансов из числа биржевых маклеров. Гоф-маклеры занимались составлением курсовой стоимости активов, обращавшихся на бирже, участвовали в совершении сделок для государственных («казенных») нужд, а также следили за надлежащим поведением участников торгов. В последнем случае гоф-маклеры обращали особое внимание на участие в биржевых сделках лиц, не имеющих соответствующего права, а также на манипулирование рынком («распространение слухов, вредных торговле»).

Также из числа биржевых маклеров избирались **биржевые нотариусы**²⁰², которые удостоверяли сделки, одним из участников которых выступал иностранный подданный.

Особенности совершения сделок с ценными бумагами

Рост количества совершаемых на бирже сделок как с товарами, так и с ценными бумагами привел к необходимости регулирования порядка их заключения. Исследователи того времени классифицировали подобные сделки по цели, стоявшей перед участниками:

- 1) торговая цель (реализация ценностей или помещение свободных капиталов);
- 2) спекулятивная цель (выгодное использование колебания курсов ценных бумаг)²⁰³.

Отечественное законодательство, как и зарубежное, стремилось противостоять совершению спекулятивных сделок с акциями. Именно поэтому подп. 2 п. 29 Положения о компаниях на акциях запрещал совершение подобных сделок с акциями, разрешалась передача ценных бумаг к оговоренному сроку в будущем по заранее установленной цене. Условия совершенных с целью спекуляции сделок являлись недействительными и не подлежали судебной защите, а ее участники подвергались уголовным наказаниям. При этом биржевые маклеры и нотариусы, участвовавшие в подготовке такой сделки, отрешались от должности.

На практике в России, как и в западноевропейских странах, срочные сделки с акциями продолжали совершаться на биржах и после запрета. Это происходило при помощи манипуляций с биржевой отчетностью: сделки заключались при обоюдном согласии и заносились в маклерские книги. При этом записывалась лишь отдельная информация, без указания деталей²⁰⁴.

¹⁹⁸ Пункт 20,40 Положения о биржевых маклерах.

¹⁹⁹ Информация, содержащаяся в этих записках, должна была вноситься в маклерскую книгу, имеющуюся у каждого маклера. В случае игнорирования маклером обязанности по учету записок в книге это не вело к незаконности записки и недействительности сделки (п. 23 Положения о биржевых маклерах).

²⁰⁰ Глава V Положения о биржевых маклерах.

²⁰¹ Первоначально на Санкт-Петербургской, а впоследствии Московской и Одесской биржах.

²⁰² Глава IX Положения о биржевых маклерах.

²⁰³ Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России. С. 191.

²⁰⁴ Подробнее см.: Лизунов П. В. Биржи в России и экономическая политика правительства (XVIII – начало XX века). Архангельск, 2003. С. 129–130.

Как уже отмечалось выше, законодатель уделил особое внимание специальным лицам – биржевым маклерам, помогавшим сторонам в подготовке и совершении сделки. Это было довольно важно, особенно если учесть ту скорость, с которой заключались сделки на бирже, когда о составлении письменного договора не могло быть и речи. В этой связи большое значение приобретают уже упоминавшиеся маклерские записки, отражавшие все существенные условия совершенной сделки²⁰⁵.

Управление деятельностью бирж

Вплоть до середины 30-х годов XIX века при отсутствии детального законодательства в деятельности бирж были сильны черты самоуправления. Государственное воздействие на рынок ценных бумаг осуществлялось лишь в экстренных случаях²⁰⁶. Однако повышение роли биржевых сделок в экономике страны привело к необходимости детальной регламентации биржевых институтов. Первый шаг в этом направлении был сделан в связи с принятием Устава Санкт-Петербургской биржи, этот документ впоследствии был взят за основу и остальными российскими биржами. Разработчики устава обобщили не только зарубежный опыт, но и биржевые обычаи, принятые на Санкт-Петербургской бирже²⁰⁷.

В п. 1 Устава давалось следующее определение биржи: *«Биржа есть общее собрание принадлежащих к торговому сословию лиц, которые собираются в одном месте для удобства взаимных сношений и сделок по всем оборотам торговли и промышленности»*. Немаловажной особенностью отечественных бирж являлось отсутствие их специализации. Как и во многих странах континентальной Европы (в отличие от Англии и США), в России деление бирж на товарные и фондовые отсутствовало, хотя на наиболее крупных биржах превалировала торговля теми или иными активами. Например, в Санкт-Петербурге традиционно была развита торговля валютой и ценными бумагами, а в Москве – товарами²⁰⁸.

Исходя из нового нормативного регулирования, следует отметить следующие **особенности деятельности биржи**²⁰⁹:

1. Правовой статус биржи не был определен: биржа не наделялась правами юридического лица. Под данным термин ом законодатель фактически понимал некое физическое место собрания торговых людей.

2. Устанавливался круг лиц, имеющих право как присутствовать, так и вести дела на бирже. В первом случае этим правом обладали все лица без ограничений²¹⁰, во втором лишь строго определенные категории (например, купцы 1-й и 2-й гильдии). Посещение биржи осуществлялось на платной основе.

3. В целях управления текущей деятельностью и надзора за совершаемыми сделками создается Биржевой комитет. В его руках сосредоточивался контроль биржевых собраний и торговой деятельности их участников, а также на него возлагались хозяйственные функции.

²⁰⁵ Маклерские записки не выступали в качестве ценных бумаг. Их передача третьим лицам не вели к каким-либо юридическим последствиям.

²⁰⁶ Кардашев В. П. Указ. соч. // Банковская энциклопедия. С. 191.

²⁰⁷ Там же.

²⁰⁸ Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России. С. 180.

²⁰⁹ Описание деятельности биржи основано на Уставе Санкт-Петербургской биржи.

²¹⁰ Как отмечает П. В. Лизунов, это было довольно прогрессивное положение. Однако в зарубежном законодательстве аналогичного периода также были подобные ограничения (запрещался вход женщинам, несостоятельным должникам, уголовным преступникам). Подробнее см.: Лизунов П. В. Биржи в России и экономическая политика правительства (XVIII – начало XX века). Архангельск, 2003. С. 131.

4. Биржевой комитет состоял из городского главы, гоф-маклера и трех членов купечества 1-й гильдии. Представители купечества избирались в состав комитета на срок не более трех лет.

5. Общий надзор за деятельностью Биржевого комитета осуществлял Департамент внешней торговли.

Общие правила размещение ценных бумаг

Долгое время вопросы создания и функционирования акционерных компаний регламентировались на основании отдельных законов, утверждавших уставы. С принятием Положения о компаниях уставы продолжали утверждаться соответствующими законами, однако теперь их содержание должно было соответствовать общим нормативным требованиям. Применительно к фондовому рынку это выразилось в видах акций, которые могли выпускать компании, в порядке распределения их между учредителями и остальными инвесторами, особенностях оплаты и иных вопросах.

Вместе с развитием промышленной деятельности в России **второй половины XIX века** повышается и значение фондового рынка, его влияние на экономику страны. Периодически участники рынка сталкивались с таким явлением, как *биржевой ажиотаж*, которое заключалось в резком росте курсовой стоимости ценных бумаг, обращавшихся на фондовом рынке. Ввиду спекулятивного характера сделок, которые являлись причиной рассматриваемого явления, все случаи биржевого ажиотажа заканчивались стремительным снижением котировок ценных бумаг. Участились случаи и манипулирования рынком крупными биржевыми игроками.

В конце 60-х годов XIX века начался биржевой ажиотаж, связанный с акциями российских компаний. Прежде всего, это было обусловлено резким ростом стоимости акций железнодорожных обществ в 1867–1868 годах²¹¹. Данный процесс закончился серьезным кризисом, в частности, П. В. Лизунов выделял следующие причины его возникновения:

1) бесконтрольное кредитование инвесторов для приобретения ими ценных бумаг, прежде всего, Обществом взаимного кредита (в качестве обеспечения принимались даже неоплаченные свидетельства на будущие акции): неожиданное повышение процентных ставок в течение 10 дней с 5 до 7 %, а также прекращение кредитования снизило обороты на бирже, что привело к падению цен;

2) спекулятивная игра Демутовской биржи²¹²;

3) спекуляция европейских бирж, особенно Берлинской, с российскими ценными бумагами²¹³.

Различные события как в экономике развитых стран, так и на мировой политической арене стали оказывать прямое воздействие на стабильность отечественного фондового рынка. Разумеется, неуверенность инвесторов использовалась биржевыми спекулянтами, начинавшими заключать сделки, направленные на понижение стоимости биржевых фондов²¹⁴. Например, опасения вступления России в Франко-прусскую войну 1870–1871 годов,

²¹¹ Подробнее об особенностях возникновения и развития биржевого ажиотажа см.: Конеев М. Из истории рынка ценных бумаг России // Рынок ценных бумаг. 2008. № 13. С. 23.

²¹² Неформальное объединение наиболее крупных участников биржевых торгов в конце 1860-х годов, заранее договаривавшихся о совместных действиях по осуществлению спекулятивных сделок на Санкт-Петербургской бирже. Собирались в отеле Демут (подробнее см.: Кондратьев Д. «Опасная обуза» для рынка. Махинации на бирже в царской России // Ценные бумаги. № 2. 2006. Электрон, вер, печат. публ. URL: http://gaap.ru/articles/S_1177)

²¹³ Подробнее см.: Лизунов П. В. Указ. соч. С. 135, 143.

²¹⁴ Гаттенбергер К. К. Законодательство и биржевая спекуляция. Харьков, 1872. С. 106.

когда сам лишь факт объявления войны привел к падению курса банковских билетов на 5 %, а городских облигаций на 9 %²¹⁵!

Итак, *нормативное регулирование уже не соответствовало складывающимся отношениям в сфере биржевой торговли*. Первой попыткой исправить ситуацию стало принятие 23 ноября 1875 *тола Высочайше утвержденных Временных дополнительных правил к Уставу Санкт-Петербургской Биржи*²¹⁶. Главным нововведением этого нормативного акта стала передача управления деятельности биржи в руки собрания гласных, которое должно было представлять все биржевое сообщество.

Однако «Временные правила» не учитывали специфику различных видов торговой деятельности на бирже, а также не позволяли государству надлежащим образом контролировать колебания курсовой стоимости ценных бумаг. В условиях, когда число акционерных компаний (прежде всего, в промышленном секторе) стремительно росло, а государство для решения бюджетных проблем все чаще прибегало к выпуску облигаций, влияние на фондовый рынок становится ключевым элементов в управлении экономикой страны.

Новый этап реформирования российского биржевого законодательства начинается в 1894 году. Именно в это время на отечественной бирже наблюдается резкий рост как совершаемых сделок, так и курсовой стоимости дивидендных ценных бумаг. При этом происходящие процессы отличались от биржевого ажиотажа 1869 года, вызванного спекулятивными сделками²¹⁷. В ноябре 1894 года Николай II согласился с мнением министра финансов С. Ю. Витте о необходимости разработки нового законодательства о биржах и акционерных компаниях. В этих целях учреждалась межведомственная комиссия из представителей министерств финансов, юстиции, внутренних дел и биржевых комитетов. Руководителем комиссии становился заместитель министра финансов – Петр Павлович Цитович²¹⁸.

Подходы к реформе, избранные комиссией, можно выразить в словах П. П. Цитовича: «Биржа не базар; на ней не может применяться полицейская власть, здесь нужна другая, более всеобъемлющая власть»²¹⁹. При этом основной акцент делался именно на началах самоуправления биржевого сообщества. Однако данные предложения комиссии были отвергнуты вышестоящими органами. Фактически, как отмечали исследователи того времени²²⁰, в обсуждении проекта положения выявилось противостояние интересов биржевого сообщества и государства. Кстати, в рассматриваемый период это было распространенным явлением. Вспомним хотя бы споры, сопровождавшие принятие Имперского закона Германии «О бирже»²²¹ (1896).

В ноябре 1896 года была предпринята попытка доработать имеющиеся предложения о реформировании биржи. В этих целях под председательством заместителя министра финансов В. И. Ковалевского было созвано специальное совещание. В результате его работы был выработан *проект «Положения о биржах»*. Основные его особенности состояли в следующем:

- 1) осуществлялось регулирование именно фондовой торговли;

²¹⁵ Подробнее о колебаниях курсов см.: Гейлер И. К. Сборник сведений о процентных бумагах (фондах, акциях и облигациях) России. СПб., 1871. С. XLVIII–L.

²¹⁶ ПСЗ-2. Т. 50. № 55295. С. 369.

²¹⁷ Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже (ее причины и последствия). СПб., 1897. С. 1–2.

²¹⁸ Подробнее о работе комиссии см.: Зиноватный П. С. Биржевое право Российской Империи // Винер Ф. А. Биржа. М.: Волтере Клувер, 2010. С. 303–313.

²¹⁹ Министерство финансов. Журналы заседаний высочайше учрежденной комиссии по пересмотру действующих законоположений о биржах и акционерных компаний. СПб., 1896. С. 6.

²²⁰ Кардашев В. П. Указ. соч. // Банковская энциклопедия. С. 205.

²²¹ Подробнее см. гл. 2.

2) проект отличался гибкостью нормативного регулирования в целях эффективной регламентации деятельности существующих бирж²²².

В результате долгих дискуссий все же *было принято решение отказаться от реформирования биржевой сферы, ограничившись изменениями в отношении рынка ценных бумаг*. Вполне возможно, что, как отмечает Г. А. Жолобова, принятие единого нормативного акта, регулирующего биржевую деятельность, затруднялось в связи с различным характером фондовой и товарной биржевой торговли и вследствие неоднородности ее условий в разных местностях²²³.

В 1899 году была создана комиссия для изменения Устава Санкт-Петербургской биржи, прежде всего, в части отношений, возникающих на фондовом рынке²²⁴. Результатом работы комиссии стало *Высочайше утвержденное 27 июня 1900 года Положение Комитета Министров об образовании на Санкт-Петербургской бирже фондового отдела*²²⁵.

Совершенно прав В.П.Кардашев, который утверждал, что **создание фондового отдела на Санкт-Петербургской бирже привело к уничтожению исторически сложившегося порядка управления биржей и, следовательно, к усилению контроля государства за фондовым рынком**²²⁶.

Дореволюционные авторы (например, М. Боголепов) говорили о сильном влиянии иностранного опыта на реформирование отечественного фондового рынка. В частности, отмечалось, что фондовый отдел Санкт-Петербургской биржи организован, по крайней мере, во внешних своих чертах, по немецкому образцу²²⁷. Современные же исследователи отмечают, что при сравнительном анализе отечественного законодательства о рынке ценных бумаг выясняется, что многие положения были заимствованы из иностранных аналогов. Например, нормы Положения, регулирующие состав фондового отдела и совета отчасти заимствованы из актов о Лондонской бирже. А нормы о маклерах соответствовали уставу парижской биржи. В то же время способ приема бумаг к котировке был установлен согласно германскому законодательству, а правила составления бюллетеня взяты из берлинской биржевой практики²²⁸.

²²² Шепелев Л. Е. Фондовая биржа в России в период 1-й мировой войны (1914–1917) // Исторические записки. Т. 84. М., 1969. С. 122–123.

²²³ Жолобова Г. А. Правовое регулирование биржевой деятельности в Российской империи на рубеже XIX–XX вв. // Правоведение. 2003. № 1. URL: <http://www.law.edu.ru/article/article.asp?articleID=189934>.

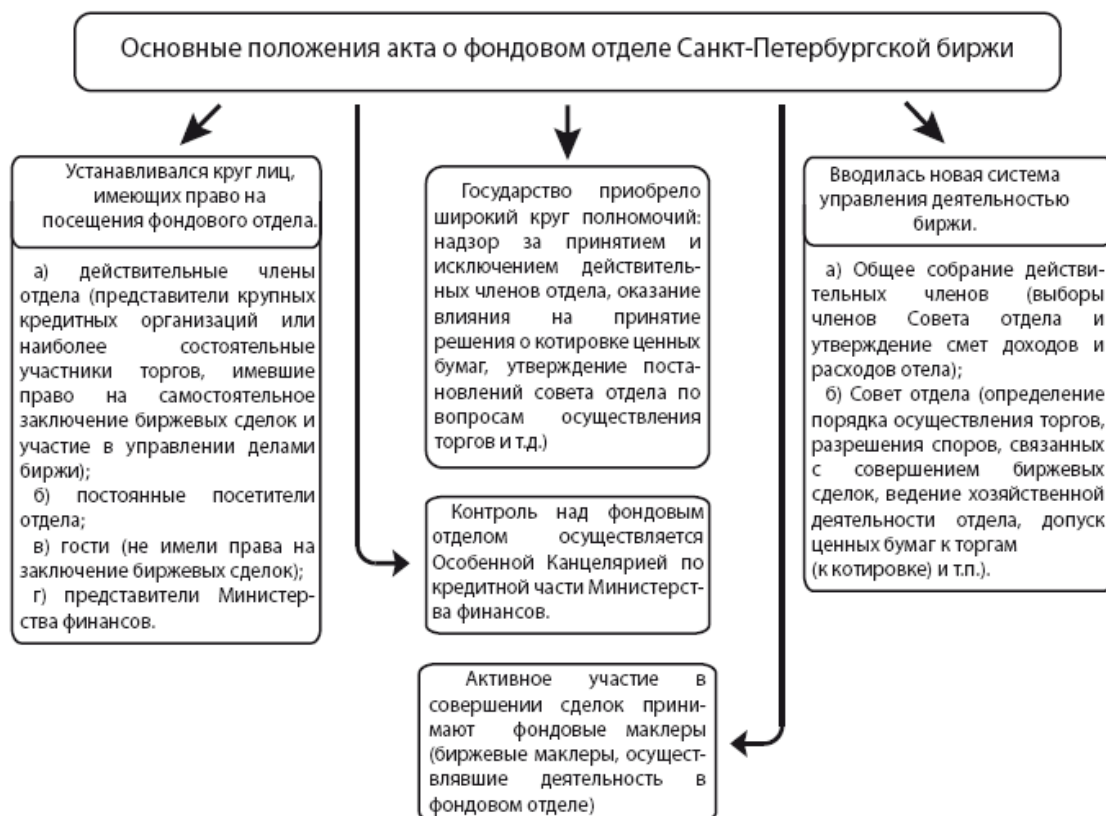
²²⁴ Гусаков А. Г. Указ. соч. С. 175.

²²⁵ ПСЗ-З. Т. 20. № 18946. С. 860. Важная деталь: создание Фондового отдела интересно и с точки зрения вопроса установления нормативного регулирования. Дело в том, что, как отмечает В.П.Кардашев, данное нововведение оформлялось не законом, а подзаконным актом, Положением Комитета Министров (с позиции современников этого процесса, изменения осуществлялись не в законодательном, а в административном порядке), причем особо оговаривалось, что создание фондового отдела является временной мерой (Кардашев В. П. Указ. соч. С. 207).

²²⁶ Кардашев В. П. Указ. соч. // Банковская энциклопедия. С. 205.

²²⁷ Лексис В. Торговля. Т. 2. Фондовая биржа и внутренняя торговая политика. Рига, 1914. С. 4.

²²⁸ Лизунов П. В. Указ. соч. С. 246.



Целесообразно выделить **основные положения** указанного нормативного акта **о фондовом отделе Санкт-Петербургской биржи**:

1. Контроль над фондовым отделом осуществлялся Особенной Канцелярией по кредитной части министерства финансов.

2. Устанавливался круг лиц, имеющих право на посещение фондового отдела. В их число входили:

1) действительные члены отдела (представители крупных кредитных организаций либо наиболее состоятельные участники торгов, имевшие право на самостоятельное заключение биржевых сделок и участие в управлении делами биржи: претенденты на их пост избирались Советом отдела);

2) постоянные посетители отдела (заключали биржевые сделки лишь при участии фондовых маклеров);

3) гости (не имели права на заключение биржевых сделок);

4) представители министерства финансов.

3. Вводилась следующая система управления деятельностью биржи:

1) общее собрание действительных членов (выборы членов Совета отдела и утверждение смет доходов и расходов отдела);

2) Совет отдела (определение порядка осуществления торгов, разрешения споров, связанных с совершением биржевых сделок, ведение хозяйственной деятельности отдела, допуск ценных бумаг к торгам, к котировке, и т. п.).

4. Активное участие в совершении сделок принимали фондовые маклеры (по сути те л «биржевые маклеры, но осуществлявшие деятельность в фондовом отделе).

5. Государство в лице министерства финансов приобретало довольно широкий круг полномочий (надзор за принятием и исключением действительных членов отдела, оказание влияния на принятие решения о котировке ценных бумаг, утверждение постановлений совета отдела по вопросам осуществления торгов и т. д.).

Российский фондовый рынок продолжал активно развиваться вплоть до Первой мировой войны 1914 года. Представляется возможным выделить следующие **основные черты сложившегося к началу XX столетия отечественного рынка ценных бумаг:**

1. Государство, являясь основным эмитентом ценных бумаг, также оказывало поддержку акционерным компаниям, выдавая гарантии на их акции.

Действительно, подавляющая часть ценных бумаг, присутствовавших на рынке, относилась к государственным, то есть составляла государственный долг, который оформлялся в виде облигаций²²⁹. Однако без поддержки государства не обходились и многие крупные размещения корпоративных эмитентов. Обычно это происходило при создании компаний, деятельность которых была направлена на достижение определенных общественных целей (например, строительство железных дорог). В этом случае государство предоставляло особые гарантии на случай невозможности размещения акций и получения необходимой суммы для реализации проекта²³⁰.

Регулярно появлялись новые разновидности государственных ценных бумаг. Например, как отмечает П.П. Мигулин, в 1831 году ввиду имевшихся потрясений европейской финансовой системы был создан новый вид государственного неконсолидированного долга: Билеты Государственного Казначейства. Первоначально они не пользовались серьезным спросом, однако впоследствии приобрели популярность среди частных инвесторов²³¹. Постепенно активными эмитентами на рынке ценных бумаг стали города. Их размещение могли осуществлять лишь наиболее крупные города. На начало 1913 года облигационные займы были выпущены 65 городами на общую сумму 444,6 млн рублей. Наибольшее их количество выпустила Москва (147, 3 млн рублей), на втором месте находился Санкт-Петербург – 87,6 млн²³².

2. Основной разновидностью ценных бумаг, выпускаемых российскими корпоративными эмитентами, являлись акции.

В России облигации корпоративных эмитентов не были популярным инструментом инвестиций. Более или менее широкое распространение этих ценных бумаг произошло лишь во второй половине XIX века²³³. Акционерные компании предпочитали получать финансовые средства, необходимые для их развития, либо у кредитных организаций, либо посредством выпуска акций.

Хорошо иллюстрируют ситуацию данные об иностранных инвестициях в российские корпоративные ценные бумаги. В частности, к 1915 году из всего объема иностранных инвестиций в корпоративном секторе участие в акционерных и паевых капиталах составляло 88 %, а инвестиции в облигации – всего 12 %²³⁴.

3. Оборот иностранных ценных бумаг на территории России был ограничен.

Не подлежали ввозу и обращению на территории России выпущенные частными организациями ценные бумаги. Их перечень указывался в законодательстве и определялся мини-

²²⁹ Голицын Ю. П. Фондовый рынок дореволюционной России: очерки истории. М., 2003. С. 48.

²³⁰ Мигулин П. П. Русский государственный кредит (1769–1899): опыт историко-критического обзора. Т. 1. Харьков, 1899. С. 258, 259. Кстати, П.П. Мигулин приводит следующий пример исполнения государством принятых на себя обязательств при эмиссии акций: при несостоятельности созданного в 1838 году общества для сооружения дороги от Варшавы до границы Правительство возвратило акционерам внесенный ими капитал с начислением на него 4-х % годовых.

²³¹ Подробнее см.: Мигулин П. П. Указ. соч. С. 115–117.

²³² Голицын Ю. П. Указ. соч. С. 53; также см. справочник: Облигационные займы русских городов. СПб., 1912.

²³³ Колоножников Г. М. Облигации торгово-промышленных Акционерных Товариществ. Ч. 1. Условия выпуска облигаций. Томск, 1912. С. 18.

²³⁴ Оль П. В. Иностранные капиталы в народном хозяйстве довоенной России/Материалы для изучения естественных производительных сил СССР, издаваемые комиссией при Всесоюзной Академии Наук. № S3.1924. С. 24.

стерствами финансов и иностранных дел²³⁵. При этом ограничения на ввоз долговых ценных бумаг, выпущенных в рамках займов иностранных государств, не устанавливались.

Очевидно, данные меры были направлены государством на поддержку отечественных эмитентов корпоративных ценных бумаг.

4. Отсутствовали ограничения на обращение ценных бумаг отечественных эмитентов на иностранных рынках.

К 1914 году около двух третей объема ценных бумаг, выпущенных российскими эмитентами, обращались на отечественном фондовом рынке. Однако за рубежом совершались сделки с наиболее ликвидными российскими ценными бумагами: государственными облигациями, акциями и облигациями железнодорожных компаний, банков, промышленных и угледобывающих обществ²³⁶. Также довольно широко на иностранных рынках были представлены и российские государственные ценные бумаги. Следует подчеркнуть, что согласно ст. 51 Устава кредитного обязательства России по внешним займам должны были выплачиваться в точном соответствии с условиями их выпуска и без каких-либо изменений²³⁷.

Российские ценные бумаги, допущенные к обращению на немецких биржах в начале XX века²³⁸

Ценные бумаги в номинальных ценах, млн марок	Годы									
	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
Государственные займы	—	—	—	500	—	—	—	—	—	—
Займы провинций, городов и т. д.	13	—	—	—	—	—	—	—	—	77,7
Акции банков	—	—	—	—	—	36,7	6,5	126,4	103,7	68
Железнодорожные облигации	—	—	—	—	—	—	121,4	72,7	97,2	80
Акции промышленных предприятий	—	23,6	—	—	—	6,5	13	13	—	82
Облигации промышленных предприятий	6	—	32,4	—	—	—	—	—	—	3,8

²³⁵ Michie R. C. The global securities market: A history. N. Y., 2006. P. 141.

²³⁶ Устав Таможенный (Свод законов Российской империи. Т. XI. Ч. II).

²³⁷ Статья 703 (в т. ч. Примечание) Устава Таможенного (Свод законов Российской империи. Т. VI).

²³⁸ Таблица составлена Dr. O. Stillich на основании данных Ежеквартального журнала статистики Германской империи, 1913. (Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1913) (см. Stillich Dr. O. Фондовые биржи в Германии//Банковская энциклопедия. С. 141).

5. В России отсутствовала упорядоченная система государственного регулирования фондового рынка.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в XIX – начале XX века осуществлялось бессистемно, нередко формально без учета реального эффекта тех или иных действий государственных органов. Первоначально государство обращало внимание только на операции с ценными бумагами, опосредовавшими государственный долг. Что касается ценных бумаг, выпускаемых частными эмитентами, контроль государства, в основном, ограничивался процедурой предоставления разрешения на создание акционерной компании. Именно в утверждаемом Императором Уставе и закреплялись особые условия, связанные с выпуском акций и облигаций.

Основным органом, осуществлявшим контроль на рынке ценных бумаг в XIX–XX веков, было министерство финансов.

Как отмечает Ю. П. Голицын²³⁹, одной из функций министерства было удостоверение правильности произведенной эмиссии процентных ценных бумаг акционерных и иных обществ. Данная процедура осуществлялась двумя путями:

- 1) наложением на ценную бумагу штампа с изображением государственного герба, это обозначало, что оплата процентов и погашение бумаг обеспечивалось правительством;
- 2) наложением на ценную бумагу грифа «уполномоченного от правительства лица», который обозначал, что число и сумма выпущенных в обращение бумаг не превышают установленных пределов.

Центральное внимание государственных органов традиционно было сосредоточено на решении как проблемы спекуляций и манипулирования рынком, так и возможных кризисов на бирже, сопровождавшихся резким снижением котировок. Например, в 1895 году министерство финансов приняло несколько мер, направленных против спекулянтов. Было сделано распоряжение, согласно которому бумаги частных торгово-промышленных предприятий допускались к котировке на бирже только с разрешения министра финансов. Кроме того, с целью ограничения спекуляции с бумагами, выпускаемыми в обращение, министерство финансов ограничило допуск бумаг новых выпусков к котировке на бирже²⁴⁰.

В целях противодействия кризисным явлениям по инициативе министерства финансов в 1899 году было инициировано заключение соглашения между крупнейшими российскими банками об образовании своеобразного союза, получившего название *банковский или биржевой «Красный крест»*²⁴¹. Банки, получая государственное финансирование, принимали участие в скупке акций в целях недопущения обвала котировок ценных бумаг на рынке²⁴².

Как уже отмечалось во второй главе, **Первая мировая война** оказала серьезное влияние на развитие рынка ценных бумаг во всех развитых странах, что, прежде всего, привело к усилению государственного регулирования фондового рынка. Одним из первых проявлений

²³⁹ Голицын Ю. П. Указ. соч. С. 90.

²⁴⁰ Лизунов П. В. Петербургская фондовая биржа и коммерческие банки в России, 1864–1914 гг. // Экономическая история: обозрение. Вып. 15. М.: Изд-во МГУ, 2008. Электрон, верс., печат. публ. URL: <http://www.hist.msu.ru/Banks/papers/lizunov3.htm>.

²⁴¹ Погребинский А. И. Государственно-монополистический капитализм в России: очерк истории. М., 1959. С. 74.

²⁴² Следует отметить, что помощь банков была эффективна лишь в случае не очень серьезного обвала цен, вызванного, например, спекуляциями на определенных событиях. В иных случаях, как например, после вхождения России в Первую мировую войну помощь Банковского «Красного креста» не могла остановить падение курсовой стоимости ценных бумаг на бирже (см. например: Мукосеев В. А. Война и фондовые биржи // Банковская энциклопедия: История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война. Биржа. Т. 2/под общ. ред. Л. Н. Яснопольского. Киев, 1917. С. 391).

этого стало прекращение в 1914 году биржевых операций в Петербурге, а затем и в иных городах. Решения «по закрытию бирж» были согласованы с правительством ²⁴³.

Кроме того, в годы войны возник *вопрос о владении акциями и участии в управлении Российскими акционерными компаниями гражданами враждебных России государств (прежде всего Германии)*. С учетом начала затяжной фазы боевых действий, когда экономики всех задействованных в войне стран работали на пределе своих возможностей, оставлять в руках подданных упомянутых стран возможность управления ключевыми отечественными компаниями было опасно.

В этой связи стоит ознакомиться с информацией, приводимой А. В. Венедиктовым в одной из своих работ²⁴⁴. По его данным, в рассматриваемый период стали появляться проекты, связанные с передачей государству контроля в компаниях с «недружественным» иностранным участием. Например, министерство торговли подготовило специальный проект программы овладения важными электрическими и электротехническими предприятиями. К примеру, планировалось приобрести в казну от 1/3 до 1/5 акций «Общества Электрического Освещения 1886 года», однако из-за противоречий между московским правительством и швейцарскими акционерами это не было достигнуто. Однако были и положительные примеры получения государством контроля над компаниями. Например, в результате реализации проекта преобразования «Всеобщей компании электричества» во «Всеобщую электрическую компанию» российское правительство получило 2/3 акций созданной компании. Помимо этого, в 1915–1917 годах государство назначило особые правления и ликвидационные комиссии в более чем 80 предприятий с германским капиталом. В состав вновь созданных органов входили как чиновники, так и предприниматели и даже представители отдельных акционеров.

Затяжная война во многом спровоцировала и Февральскую революцию 1917 года, в результате которой власть в стране перешла т. н. Временному Правительству. В числе первых нормативных актов, принятых новым руководством страны, стали постановления, посвященные проблеме акционерных компаний. Прежде всего, речь идет о Постановлении Временного Правительства от 10 марта 1917 года № 388 «О немедленном облегчении образования акционерных обществ и устранении из их уставов национальных и вероисповедных ограничений»²⁴⁵.

Наиболее серьезные нововведения законодательства можно разбить на следующие группы:

1) наделение министра торговли и промышленности правом утверждать и изменять уставы акционерных компаний, а также увеличивать компаниям срок размещения акций (п. 1 Постановления);

2) снятие ограничений, связанных с акционерными компаниями применительно к иностранным и российским гражданам, не исповедывающим христианскую религию (п. 2 и 3 Постановления) ²⁴⁶;

²⁴³ Шепелев Л. Е. Фондовая биржа в России в период 1-й мировой войны (1914–1917)//Исторические записки. Т. 84. М., 1969. С. 122–123.

²⁴⁴ Венедиктов А. В. Смешанные акционерные компании//Экономическое Возрождение. 1922. № 1. С. 30–33.

²⁴⁵ Собрание узаконений и распоряжения Правительства, издаваемое при правительствующем Сенате 28 марта 1917 года. № 69. Отд. 1. С. 587–588.

²⁴⁶ Например, было отменено примечание 3 к ст. 262 Положения об управлении Туркестанского края, согласно которому серьезно ограничивалась возможность приобретения недвижимого имущества в данной части Российской империи акци-

3) включение в уставы российских компаний положения о недопущении к управлению делами обществ и товариществ «подданных воюющих с Россией держав» (п. 6 Постановления).

Упомянутые меры привели к росту числа акционерных компаний в России и первичных размещений на рынке, что завершилось лишь с приходом к власти большевиков.

Активное формирование российского фондового рынка произошло в XIX – начале XX века. В этот период создается необходимая для его развития инфраструктура (прежде всего, сами торговые площадки – биржи), появляются и постоянно совершенствуются нормативные основы. Несмотря на отсутствие системного подхода к регулированию рынка ценных бумаг, органы государственной власти постепенно усиливают свое влияние на фондовый рынок, в том числе за счет сокращения полномочий органов биржевого самоуправления.

Дореволюционный период правового регулирования рынка ценных бумаг.



онерными компаниями, акционеры которых не исповедывали христианскую религию и т. п. Также ограничения снимались и в Постановлении Временного Правительства от 20 марта 1917 года № 400 «Об отмене вероисповедных и национальных ограничений». В подп. 4п. 1 указанного Постановления напрямую снимались ограничения не только на участие, но и на управление и на занятие иных должностей в акционерных и иных торгово-промышленных обществах и товариществах для Российских граждан в зависимости от национальности, вероисповедания или вероучения.

3.2. Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советский период

*Выигрыш – другим делам не чета.
Вот это поэты и называют: мечта!*

*Словом, в мистику нечего облекаться.
Это – каждого вплотную касаемо.
Пойдем и просто купим облигации
государственного выигрышного займа.*

Владимир Маяковский «Мечта поэта», 1926 год

Первые меры советской власти фактически были направлены на ликвидацию фондового рынка. Это выразилось в **принятии следующих нормативных актов:**

1. Декрет СНК РСФСР от 29 декабря 1917 года «О прекращении платежей по купонам и дивидендам»²⁴⁷.
2. Декрет ВЦИК от 21 января 1918 года «Об аннулировании государственных займов»²⁴⁸.
3. Постановление Высшего совета народного хозяйства о правилах применения декрета об аннулировании государственных займов от 7 марта 1918 года²⁴⁹.
4. Постановление СНК от 26 октября 1918 года об аннулировании государственных бумаг²⁵⁰.

Основные последствия вступления в силу указанных нормативных актов:

1. Запрет на совершение сделок с ценными бумагами.

Данное положение было установлено п. 2 Декрета СНК РСФСР от 29 декабря 1917 года. Разумеется, это требование на практике не соблюдалось, однако по своей сути все совершаемые с ценными бумагами сделки являлись ничтожными, что накладывало на их участников серьезные юридические риски.

2. Аннулирование государственных внутренних займов.

Малоимущие граждане, владевшие государственными ценными бумагами внутренних займов на сумму, не превышавшую 10 000 рублей, имели возможность обменять их на именные свидетельства РСФСР на сумму, также не превышавшую 10 000 рублей (п. 5 Декрета ВЦИК от 21 января 1918 года)²⁵¹.

Для отнесения граждан к числу малоимущих создавались специальные комиссии. Также эти комиссии получили право аннулировать любые сбережения вне зависимости от их размера²⁵².

²⁴⁷ Собрание Указаний и Распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства. № 13. Ст. 185.

²⁴⁸ Газета Временного Рабоче-Крестьянского Правительства. 28.01.1918. № 20; Собрание Указаний и Распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства. № 27. Ст. 353.

²⁴⁹ Собрание Указаний и Распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства. № 29. Ст. 386.

²⁵⁰ Собрание Указаний и Распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства. № 79. Ст. 834.

²⁵¹ Однако в Постановлении СНК от 26 октября 1918 года отказались от идеи обмена на новые ценные бумаги, очевидно в связи со сложностями, связанными с эмиссией этих ценных бумаг. Было принято решение о выплате компенсации всем гражданам-владельцам аннулированных государственных и гарантированных правительством процентных бумаг. Выплачиваемая сумма устанавливалась согласно расценкам, указанным в приложении к этому нормативному акту.

²⁵² Впоследствии п. 9 Постановления СНК от 26 октября 1918 года отменил данное положение. Несложно заметить, что отмененная норма предоставляла создаваемым комиссиям чересчур широкие полномочия при отсутствии объективных

3. Аннулирование всех правительственных гарантий по займам предприятий и учреждений.

Очевидно, новое правительство опасалось возможного исполнения денежных обязательств, учитывая нестабильную обстановку в экономике.

4. Безусловное аннулирование всех иностранных займов.

Именно данное решение оказало самое серьезное влияние на развитие советского государства. На определенное время наше государство потеряло возможность осуществлять размещение своих ценных бумаг за рубежом, что, в свою очередь, негативно отразилось на хозяйственной жизни страны²⁵³.

Для того чтобы оценить масштабы произошедшего события для зарубежных инвесторов, следует привести данные Ю.П. Голицына²⁵⁴: объем аннулированных обязательств по разным оценкам составил от 31 до 68 млрд рублей. Это с учетом того обстоятельства, что перед Первой мировой войной Россия по величине всего государственного долга занимало второе место (после Франции), а по размерам внешнего долга – первое!

5. Национализация промышленных предприятий.

Первоначально в апреле 1918 года была инициирована регистрация всех акций, принадлежавших частным лицам²⁵⁵. Впоследствии на основании различных Декретов началась национализация промышленности²⁵⁶.

Временное возрождение фондового рынка в Советской России было связано с началом реализации в 1920-х годов Новой экономической политики (НЭП), вызванной необходимостью развития экономики страны.

Несмотря на оживление в промышленности и торговле, все же на рынке, в основном, выпускались именно государственные ценные бумаги. Как отмечает Т. Б. Бердникова²⁵⁷, в рассматриваемый период появляются **первые займы советского государства**, выпущенные для преодоления дефицита государственного бюджета в условиях ограниченности финансовых ресурсов. Характерная особенность займов заключалась в том, что инвесторы приобретали выпускаемые облигации за денежные средства, но номинальная стоимость ценных бумаг выражалась, например, в пудах ржи (т. н. хлебный заем)²⁵⁸ или сахаре (сахарный заем)²⁵⁹. При погашении облигации ее владелец имел право требовать выдать ему зерна или сахара в натуре или выплатить текущую стоимость аналогичного количества товара²⁶⁰. В дальнейшем государственные ценные бумаги выпускались и с традиционным денежным номиналом.

В 1920-е годы проявились *отдельные особенности эмиссии государственных ценных бумаг*, которые широко применялись и в последующие годы:

1. Преимущественно принудительный характер.

критериев отнесения граждан к малоимущим, а также возможности оспорить данное решение.

²⁵³ Подробнее об этом см.: Голицын Ю. П. Декрет 21 января 1918 года (об аннулировании государственных займов) и его социально-экономические последствия // Биржевое обозрение. М.: ИД «РЦБ», 2010. № 12(84). С. 14–16.

²⁵⁴ Там же. С. 14.

²⁵⁵ «Декрет о регистрации акций, облигаций и прочих процентных бумаг», принятый СНК 18 апреля 1918 года. Подробнее см.: Декреты Советской власти [сборник]. Т. 2. М.: Госполитиздат, 1959. С. 130–138.

²⁵⁶ См., например: «Декрет о национализации промышленности», принятый СНК 28 июня 1918 года. Подробнее см.: Декреты Советской власти. С. 498–503.

²⁵⁷ Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее. М., 2011. С. 241–242.

²⁵⁸ Постановление ВЦИК от 20 мая 1922 года «О хлебном займе»// Собрание Указаний и Распоряжений Рабочего и Крестьянского Правительства. 1922. № 36. Ст. 430.

²⁵⁹ Декрет ЦИК и СНК от 15 ноября 1923 года «О выпуске Государственного краткосрочного сахарного займа»//Собрание Указаний и Распоряжений Рабочего и Крестьянского Правительства. 1924. № 12. Ст. 107.

²⁶⁰ Также облигация принималась в счет уплаты единого сельскохозяйственного налога, производимого в натуре соответствующим продуктом.

Неудачи в размещении отдельных выпусков государственных облигаций привели к возникновению принципиально новой черты эмиссии государственных ценных бумаг – **принудительный характер подписки**²⁶¹. В дальнейшем этот принцип получил самое широкое распространение²⁶².

2. Применение выигрышных схем.

Активно использовался такой выигрышный механизм, когда владельцы отдельных облигаций получали дополнительные денежные выплаты, это было обусловлено необходимостью повысить результативность эмиссии.

В известном романе И. Ильфа и Е. Петрова «Двенадцать стульев» описывается путешествие агитационного парохода «Скрябин», его основной целью было стимулирование продаж облигаций государственного займа и проведение розыгрышей среди владельцев облигаций предыдущих выпусков. Можно вспомнить следующие строки из книги: «Великий комбинатор, обжигая босые ступни о верхнюю палубу, ходил вокруг длинной узкой полосы кумача, малюя на ней лозунг, с текстом которого он поминутно сверялся по бумажке: „Все – на тираж. Каждый трудящийся должен иметь в кармане облигацию госзайма“»²⁶³.

3. Регулярная конверсия облигаций.

Начиная с 1930-х годов, государство регулярно проводит конверсию ранее выпущенных ценных бумаг в новые облигации. Конверсию государственного займа можно определить как изменение условий государственного займа посредством обмена его облигаций на облигации нового займа, что фактически означает прекращение старого долгового обязательства и возникновение нового²⁶⁴.

Следует согласиться с А. П. Потемкиным, который полагает, что основная цель советского государства при осуществлении этого мероприятия – сдвиг сроков погашения облигаций и снижение платежей по ним²⁶⁵. Впервые это происходит в процессе осуществления государственного займа «Пятилетка в четыре года»²⁶⁶.

Как отмечает В. Г. Залевский, в Советском Союзе были осуществлены четыре конверсии государственных займов, причем они проводились отдельно для массовых и для свободно размещаемых займов. Какие-либо общие нормы, регулирующие порядок и условия проведения конверсий, а главное, гарантии для держателей государственных ценных бумаг, в законодательстве того времени отсутствовали. Каждая конверсия предварялась специальным нормативным актом, как правило, о выпуске очередного займа и обмене на его облигации бумаг

²⁶¹ Например, А. В. Потемкин приводит пример выпущенного в октябре 1922 года т. н. «золотого займа». Это была первая попытка долгосрочного займа в годы советской власти. Очевидно, что в условиях нестабильности и неопределенности дальнейшего развития государства данная особенность выпуска привела к проблемам с размещением государственных ценных бумаг выпуска. Сначала принудительный принцип применялся лишь в отношении предприятий, но в дальнейшем он распространилось и на граждан (Потемкин А. П. Становление и развитие рынка ценных бумаг России: автореф. дис.... канд. экон. наук. М., 1999. С. 41).

²⁶² Например, как отмечает Т. Б. Бердникова, государственные облигации распространялись среди т. н. имущих слоев населения либо выдавались в счет заработной платы рабочим и служащим. Подробнее см.: Бердникова Т. Б. Указ. соч. С. 242. Ильф И., Петров Е. Двенадцать стульев. М., 2000. С. 157.

²⁶³ Ильф И., Петров Е. Двенадцать стульев. М., 2000. С. 157.

²⁶⁴ Залевский В. Г. Конверсии государственных долговых обязательств//Законодательство. М: [б. и.], 2001. № 1. С. 63–67.

²⁶⁵ Потемкин А. П. Указ. соч. С. 49.

²⁶⁶ Постановление ЦИК и СНК СССР от 21 февраля 1930 года.

предыдущего займа. Характерной чертой всех конверсионных операций была безальтернативность, то есть держатель облигаций не мог получить сумму долга вместо новых ценных бумаг²⁶⁷.

Несмотря на жесткий контроль со стороны советского государства за процессом размещения облигаций, запрет на обращение ценных бумаг на вторичном рынке отсутствовал. В частности, граждане свободно могли распоряжаться принадлежащими им облигациями: продавать и передавать в залог. Однако государство принимало отдельные меры, направленные на ограничение оборота облигаций. Именно в этих целях были созданы **комиссии содействия государственному кредиту и сберегательному делу (т. н. комсоды)**. Именно эти комиссии выдавали гражданам разрешение на совершение сделок с государственными облигациями²⁶⁸.

В связи с возрождением акционерной формы осуществления предпринимательской деятельности на рынке начинается и торговля акциями²⁶⁹. Однако в конце 1920-х годов акционерные общества постепенно стали исчезать благодаря смене направления государственной политики.

За период с 1923 по 1928 годы было зарегистрировано и действовало 185 частных акционерных обществ, из них в РСФСР – 105, в Украинской ССР – 50, в Белорусской ССР – 20, в Узбекской ССР – 10²⁷⁰.

В годы НЭПа временно возрождается и биржевая торговля ценными бумагами. Это происходит с принятием Постановления СНК от 20 октября 1922 года «О фондовых биржевых операциях»²⁷¹. В п. 1 данного нормативного акта впервые в истории России предусматривалась возможность создания особой разновидности биржи: фондовой. В дальнейшем на уровне СССР 2 октября 1925 года было принято Положение о товарных и фондовых биржах и фондовых отделах при товарных биржах²⁷².

При анализе советского законодательства о биржах несложно заметить заимствование многих его положений из нормативных актов Российской империи: сохранялись институт биржевых маклеров (фондовые маклеры и старшие маклеры), практически аналогичная система биржевых органов, специфика совершения биржевых сделок (маклерские записки и регистрационные книги) и т. п.

Целесообразно выделить некоторые *особенности советского правового регулирования биржевой деятельности на фондовом рынке*:

1. Организованная торговля ценными бумагами могла осуществляться на фондовой бирже или в фондовом отделе при товарных биржах.

Согласно п. 27 Положения устанавливалось, что фондовая биржа является юридическим лицом. При этом вопрос о создании как фондовой биржи, так и фондового отдела находился в ведении органов государственной власти. Соответствующее решение принималось Советом труда и обороны по представлению Народного Комиссариата Финансов СССР. В

²⁶⁷ Залевский В. Г. Указ. соч. С. 63–67.

²⁶⁸ История финансов СССР (1917–1955 годы)/В.П.Дьяченко; отв. ред. К. Н. Плотноков. М.: Наука, 1978. С. 45.

²⁶⁹ Подробнее о создании и функционировании акционерных обществ в рассматриваемый период, их нормативном регулировании см.: Молотников А.Е. История развития российского и зарубежного корпоративного законодательства // Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. М.: КноРус, 2011. Гл. 2.

²⁷⁰ Касьяненко В. И. НЭП и акционерное предпринимательство в СССР // Политическая история XX века. 1991. № 5. С. 33.

²⁷¹ Собрание узаконений и распоряжений Правительства за 1922 год. М., 1950. Ст. 858. С. 1454–1456.

²⁷² Утверждено ЦИК СССР, СНК СССР 2 октября 1925 года // СЗ СССР. 1925. № 69. Ст. 511.

случае создания фондовых отделов при товарных биржах в подготовке представления также участвовал Народный Комиссариат по внутренней торговле СССР.

2. Четкий государственный контроль над деятельностью фондовых бирж.

В качестве основного контролирующего органа выступал Народный Комиссариат Финансов СССР (п. 29), который наделялся следующими полномочиями:

- 1) установление правил, касающихся порядка совершения и регистрации фондовых и валютных сделок, а также порядка представления сведений об этих сделках;
- 2) право отмены постановлений общих собраний фондовых бирж и фондовых отделов при товарных биржах;
- 3) надзор за соблюдением фондовыми биржами и фондовыми отделами при товарных биржах действующих постановлений и принятие мер к устранению обнаруженных нарушений;
- 4) рассмотрение отчетов и ревизия фондовых бирж и фондовых отделов при товарных биржах, например, осмотр регистрационных и иных биржевых книг.

Постепенно вместе с отказом советского государства от принципов НЭПа снижается и активность на рынке ценных бумаг. Отпадает необходимость в функционировании фондовых бирж, количество акционерных обществ становится минимальным: Банк для внешней торговли СССР (Внешторгбанк СССР), Всесоюзное акционерное общество «Интурист», страховое акционерное общество «Ингосстрах». *Таким образом, фактически единственным эмитентом на рынке ценных бумаг становится государство, осуществляющее выпуск облигаций.*

В дальнейшем наиболее серьезные изменения в сфере выпуска государственных ценных бумаг произошли только в 1957 году. Именно тогда было принято Постановление ЦК КПСС и Совета министров СССР от 19 апреля 1957 года «О государственных займах, размещенных по подписке среди трудящихся Советского Союза»²⁷³. Основные последствия данного нормативного акта:

- было отсрочено на 20 лет погашение облигаций государственных займов;
- были отменены принудительные займы;
- была введена единственная форма эмиссии ценных бумаг – трехпроцентный внутренний выигрышный займ.

Несмотря на временное возрождение российского фондового рынка в связи с НЭПом, в советский период происходит постепенное снижение активности как юридических, так и физических лиц на рынке ценных бумаг, что в конечном итоге привело к тотальному доминированию государства в сфере эмиссии ценных бумаг.

²⁷³ Собрание Постановлений Правительства СССР. 1957. № 5. Ст. 53.

3.3. Законодательство о рынке ценных бумаг в годы перестройки и в новой России

В связи с переходом советского государства к рыночным отношениям во второй половине 1980-х годов возникает необходимость в правовой регламентации как новых для советской экономики видов ценных бумаг, так и особенностей их обращения.

В рассматриваемое время появляются *новые разновидности государственных ценных бумаг*. Среди них можно выделить:

- облигации государственных целевых беспроцентных займов²⁷⁴;
- государственные казначейские обязательства СССР²⁷⁵.

Основная особенность всех этих ценных бумаг заключалась в том, что их размещение осуществлялось исключительно на **добровольной основе**²⁷⁶. Очевидно, государство пыталось дистанцироваться от негативного опыта принудительных займов предыдущих периодов.

На выпускаемые ценные бумаги оказана воздействие экономическая обстановка в стране, в частности, дефицит товаров народного потребления. В этой связи в п. 1 Постановления Совмина СССР от 21 декабря 1989 года № 1119 устанавливалось, что погашение облигаций будет осуществляться товарами, например, легковыми автомобилями, швейными машинами, печами СВЧ и т. п. Фактически такая форма погашения ценных бумаг была завуатированным способом предоставления гражданам возможности приобрести дефицитную продукцию. При этом владелец облигации должен был доплатить недостающую сумму в случае, если стоимость облигации меньше цены определенного товара. При инфляции и повышении цен избежать доплаты было практически невозможно.

Нельзя не упомянуть о первых попытках государственных предприятий в СССР выпускать акции, несмотря на отсутствие соответствующей нормативной базы. По своей сути эти «акции» представляли собой некие суррогатные финансовые инструменты, размещаемые преимущественно среди сотрудников и призванные привлечь дополнительные средства для развития предприятия. Одним из первых такие акции выпустило Львовское производственное объединение «Конвейер» в 1987 году²⁷⁷. По замечанию М. Ю. Алексева, статус государственного акционерного социалистического предприятия, который получило объединение «Конвейер», сам по себе содержит внутреннее противоречие, ибо объединение оставалось государственным, а выпуск им ценных бумаг, называемых акциями, не изменил отношений собственности²⁷⁸.

Впоследствии указанная инициатива нашла закрепление в законодательстве: появилось Постановление Совета Министров СССР от 15 октября 1988 года № 1195 «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг».

²⁷⁴ Постановление Совмина СССР от 21 декабря 1989 года № 1119 «О выпуске государственных целевых беспроцентных займов».

²⁷⁵ Постановление Совмина СССР от 29 декабря 1989 года № 1178 «О выпуске и порядке распространения государственных казначейских обязательств СССР».

²⁷⁶ В случае с государственными казначейскими обязательствами это условие было сформулировано более категорично: «государственные казначейские обязательства СССР реализуются Сберегательным банком СССР среди населения на **строго добровольной основе** (выделено мной – авт.) с учетом конъюнктуры спроса и рынка» (п. 2 Постановления Совмина СССР от 29 декабря 1989 года № 1178).

²⁷⁷ Зенкин С. Акционерные общества – хорошо забытое старое// Социалистический труд. 1990. № 6.

²⁷⁸ Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М., 1992. Электрон, вере, печат. публ. URL: <http://www.m-alekseev.com/lib/books/7>.

Основными целями данного постановления были повышение заинтересованности трудящихся в результатах производства и привлечение дополнительного финансирования в государственный сектор экономики. При этом все выпускаемые акции делились на акции трудового коллектива и акции предприятий (организаций).

Правом выпуска акций обладали государственные предприятия, переведенные на полный хозяйственный расчет, и кооперативы, получившие разрешение на выпуск акций предприятий в Госбанке СССР.

В дальнейшем *органы государственной власти приняли целый ряд нормативно-правовых актов, ознаменовавших как возрождение в нашей стране корпоративных форм осуществления предпринимательской деятельности, так и закрепление особенности эмиссии ценных бумаг со стороны частных эмитентов.* Основными из них стали следующие:

- Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положение о ценных бумагах, утвержденные Постановлением Совета Министров СССР от 19 июня 1990 года № 590.

- Положение об акционерных обществах, утвержденное Постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 года № 601.

- Постановление Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 года № 78 «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР».

- Основы гражданского законодательства СССР от 31 мая 1991 года № 2211-1.

- Закон РСФСР от 25 декабря 1990 года № 445-1 «О предприятиях и предпринимательской деятельности».

- Закон РСФСР от 3 июля 1991 года № 1531-1 «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации».

- Типовой устав акционерного общества открытого типа, утвержденный Указом Президента Российской Федерации «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества» от 1 июля 1992 года № 721.

- Инструкция Министерства финансов РФ от 3 марта 1992 года № 2 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации».

- Инструкция Министерства финансов РФ «О правилах совершения и регистрации сделок с ценными бумагами» (письмо Министерства финансов РФ от 6 июля 1992 года № 53).

- Положение Министерства финансов РФ о лицензировании деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов (письмо Министерства финансов РФ от 21 сентября 1992 года № 91 (ФГ 92–40)).

В 1990 году начал разрабатываться проект Закона СССР «О ценных бумагах и фондовых биржах». Как отмечает М. Ю. Алексеев, предполагалось, что действие нормативного акта будет распространяться на ценные бумаги, обращение которых выходит за рамки одной республики, и на профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующих в межреспубликанском экономическом пространстве, в то время как внутриреспубликанский фондовый рынок будет регулироваться республиканским законодательством. Также Алексеев отмечает, что большую роль в подготовке и доработке проекта Закона сыграла советско-американская рабочая группа, в которую вошли, с одной стороны, представители американских юридических фирм, специализирующихся на вопросах законодательства по ценным бумагам, а с другой стороны, сотрудники финансовых и банковских органов, члены Союза адвокатов СССР и отдельные специалисты. 10 июля 1991 года законопроект был

одобрен на сессии Верховного Совета СССР, однако во втором чтении законопроект так и не был рассмотрен²⁷⁹. Очевидно, что в преддверии развала СССР формирование законодательства о рынке ценных бумаг на союзном уровне уже стало не актуальным.

Большое значение на развитие рынка ценных бумаг в нашей стране оказало Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР. Именно данный нормативный акт вплоть до второй половины 1990-х годов регулировал отношения, возникавшие на рынке ценных бумаг. Стоит выделить его основные положения:

1. Действие нормативного акта распространялось как на ценные бумаги, выпускаемые частными эмитентами (акции, облигации), так и на публично-правовые образования, обобщенно обозначенные как государственные долговые обязательства (п. 3 Положения).

2. Устанавливалась обязательная государственная регистрация ценных бумаг. Это было необходимое условие для их последующего обращения на территории страны (раздел II Положения).

3. Закреплялось понятие участника рынка ценных бумаг. В этом качестве выступали эмитенты ценных бумаг, инвесторы и инвестиционные институты: посредники – финансовые брокеры, инвестиционные консультанты, инвестиционные компании, инвестиционные фонды (раздел III Положения).

4. Вводились особые требования к эмиссии и обращению ценных бумаг (раздел IV Положения).

5. Регламентировалась деятельность фондовых бирж, которые могли создаваться исключительно в форме закрытых акционерных обществ с минимальным уставным капиталом в 3 млн рублей (раздел VI Положения).

Особую роль в развитии отечественного рынка ценных бумаг сыграл процесс приватизации, осуществляемой посредством особой разновидности государственных ценных бумаг – приватизационных чеков (ваучеров)²⁸⁰. Учитывая, что данные ценные бумаги передавались каждому гражданину России, а также проводился их выпуск на предъявителя, довольно быстро возник вторичный рынок, на котором и обращались приватизационные чеки. Активную роль в этом процессе играли специализированные инвестиционные фонды, приобретавшие у граждан приватизационные чеки в целях дальнейшего участия в т. н. «чековых аукционах», на которых имелась возможность приобретения акций крупнейших отечественных компаний.

Рассматриваемый период отличается большим количеством нормативных актов, которые осуществляли правовое регулирование корпораций и рынка ценных бумаг²⁸¹. Как отмечалось в Концепции развития рынка ценных бумаг²⁸², принятой в 1996 году, развитие рынка ценных бумаг в 1991–1995 годах происходило в условиях, когда отсутствовали определяющие нормативно-правовую базу рынка ценных бумаг федеральные законы: об акционерных обществах, о рынке ценных бумаг, об инвестиционных фондах. В этих условиях формирование правовой базы рынка ценных бумаг осуществлялось на основе указов Президента Российской Федерации, постановлений Правительства Российской Федерации и ведомственных нормативных актов.

²⁷⁹ Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М., 1992. Электрон, верс., печат. публ. URL: <http://www.m-alekseev.conylib/books/7>.

²⁸⁰ Указ Президента РФ от 14 августа 1992 года № 914 «О введении в действие системы приватизационных чеков в Российской Федерации».

²⁸¹ Как отмечает М. И. Петров, к 1993 году в России действовало уже около 100 нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг (Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. СПб., 2005. С. 6).

²⁸² Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утв. Указом Президента РФ от 1 июля 1996 года № 1008.

В указанной выше Концепции были обозначены **основные факторы**, определявшие развитие рынка ценных бумаг в **1991–1995 годах**:

1) масштабная приватизация и связанные с ней выпуск приватизационных чеков как свободно обращающихся предъявительских ценных бумаг и выпуск в обращение акций приватизированных предприятий;

2) развитие практики финансирования дефицитов федерального бюджета и бюджетов субъектов Российской Федерации за счет выпуска ценных бумаг, а также реструктуризация внутреннего валютного долга на основе выпуска ценных бумаг;

3) кризис неплатежей и появление в связи с дефицитом в обращении финансовых ресурсов специфических финансовых инструментов – казначейских обязательств, налоговых освобождений и векселей;

4) выпуск ценных бумаг и их суррогатов новыми коммерческими структурами, включая нелицензированные финансовые компании;

5) постепенное открытие доступа эмитируемым в Российской Федерации ценным бумагам на международные рынки капиталов.

Зачастую нормативные акты противоречили друг другу, создавая сложности в практическом применении положений нового законодательства. В качестве примера можно привести сложную ситуацию, вызванную одновременным существованием закрытого акционерного общества (п. 7 Положения об акционерных обществах РСФСР 1990 года), товарищества с ограниченной ответственностью или акционерного общества закрытого типа (ст. 11 Закона о предприятиях и предпринимательской деятельности) и общества с ограниченной ответственностью (п. 1 Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью СССР). Отдельные нормативные акты также могли содержать в себе внутренние противоречия. Например, п. 55 Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР закреплял требования к фондовой бирже, которая могла создаваться только в форме закрытого акционерного общества. При этом отмечалось, что данное юридическое лицо является некоммерческой организацией, не преследует цели получения собственной прибыли, основано на самоокупаемости и не выплачивает доходов от деятельности своим членам.

Существовала также проблема правоприменения. Как отмечает А. Е. Абрамов, в 1990-е годы многие юристы пытались найти решение тех или иных проблем в сфере законодательства о ценных бумагах, опираясь на классические труды российских юристов конца XIX – начала XX века. Проблема, однако, по мнению указанного автора, состояла не в том, что в этих книгах было что-то неправильно, а в том, что они создавались в условиях весьма специфического российского фондового рынка того времени. После этого в мире ценных бумаг произошло несколько революций, появились центральные депозитарии, резко возросло количество и стоимость сделок, наконец, были изобретены компьютеры. В этих условиях решать проблемы ценных бумаг и сделок с ними на основании подходов, применявшихся 100–150 лет назад, было не вполне корректно²⁸³.

Систематизация правового регулирования рынка ценных бумаг произошла только во второй половине 90-х годов прошлого столетия с принятием Гражданского кодекса, Закона

²⁸³ Кротов Н., Никулыпин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. М.: Экономическая летопись, 2007. С. 22.

об акционерных обществах и Закона о рынке ценных бумаг. Специфика развития различных институтов законодательства о фондовом рынке в последние двадцать лет будет рассмотрена в соответствующих главах данного учебника.

В конце 1980-х – начале 1990-х годов в связи с переходом страны к рыночной экономике возрождается и правовое регулирование рынка ценных бумаг. Однако нормативные акты принимались бессистемно в условиях отсутствия развитого фондового рынка. Нередко общественные отношения, формировавшиеся на рынке ценных бумаг, вступали в противоречие с действующими нормами права. Данные обстоятельства выявили необходимость существенного изменения законодательства о рынке ценных бумаг, произведенного в середине 1990-х годов.

Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советский период



Законодательство о рынке ценных бумаг в СССР и новой России



Краткие выводы

1. Российское государство периодически прилагало определенные усилия для формирования основ рынка ценных бумаг, однако серьезного воздействия на ситуацию это не оказало.

2. В качестве наиболее значимых мер, предпринятых руководством страны, можно выделить следующие:

- 1) учреждение биржи в Санкт-Петербурге в 1703 году;
- 2) формирование основ законодательного регулирования биржевой деятельности;
- 3) стимулирование создания корпоративных организаций, осуществляющих предпринимательскую деятельность.

3. Становление российского фондового рынка происходит только в начале XIX века. Прежде всего, это было связано с новыми попытками размещения государственных ценных бумаг (облигаций) на внутреннем рынке. Нормативной основой данного мероприятия выступил Именной указ «О внутренних в Государстве займах».

4. Бурное развитие торговли на фондовом рынке в 30-х годах XIX века привело к необходимости улучшения нормативной регламентации рынка ценных бумаг и установлению основ государственного надзора за этой сферой. Результатом чего стала разработка и принятие следующих нормативных актов:

- 1) Высочайше утвержденное Положение о биржевых маклерах, гоф-маклерах, аукционистах, нотариусах, корабельных маклерах, диспашерах и о Биржевом комитете для надзора за благочинием биржевых собраний при Санкт-Петербургском Порте от 12 января 1831 года;
- 2) Высочайше утвержденный Устав Санкт-Петербургской Биржи от 1832 года;
- 3) Положение «О компаниях на акциях» от 6 декабря 1836 года.

5. Вплоть до середины 30-х годов XIX века, в том числе из-за отсутствия детального законодательства, в деятельности бирж были сильны черты самоуправления. Государственное воздействие на рынок ценных бумаг осуществлялось лишь в экстренных случаях. Однако повышение рати биржевых сделок в экономике страны привело к необходимости детальной регламентации биржевых институтов.

6. Новым нормативным актом, регулирующим сферу фондового рынка, стало Высочайше утвержденное 27 июня 1900 года Положение Комитета Министров об образовании на Санкт-Петербургской бирже фондового отдела. Это привело к усилению контроля государства за фондовым рынком.

7. Представляется возможным выделить следующие основные черты сложившегося к началу XX столетия отечественного рынка ценных бумаг:

- 1) государство, являясь основным эмитентом ценных бумаг, также оказывало поддержку акционерным компаниям, выдавая гарантии на их акции;
- 2) основной разновидностью ценных бумаг, выпускаемых российскими корпоративными эмитентами, являлись акции;
- 3) оборот иностранных ценных бумаг на территории России был ограничен;
- 4) отсутствовали ограничения на обращение ценных бумаг отечественных эмитентов на иностранных рынках;
- 5) в России отсутствовала упорядоченная система государственного регулирования фондового рынка;

8. В результате Февральской революции 1917 года власть в стране перешла к т. н. Временному Правительству. В числе первых нормативных актов, принятых новым руководством, стали постановления, посвященные проблеме акционерных компаний. Прежде всего, речь идет о Постановлении Временного Правительства от 10 марта 1917 года № 388 «О

немедленном облегчении образования акционерных обществ и устранении из их уставов национальных и вероисповедных ограничений». Наиболее серьезные нововведения законодательства можно разбить на следующие группы:

- наделение министра торговли и промышленности правом утверждать и изменять уставы акционерных компаний, а также увеличивать компаниям срок размещения акций (п. 1 Постановления);

- снятие ограничений, связанных с акционерными компаниями, применительно к иностранным и российским гражданам, не исповедывающим христианскую религию (п. 2 и 3 Постановления);

- включение в уставы российских компаний положения о недопущении к управлению делами обществ и товариществ «подданных воюющих с Россией держав» (п. 6 Постановления).

9. Первые меры советской власти фактически были направлены на ликвидацию фондового рынка. Это выразилось в принятии следующих нормативных актов:

- Декрет СНК РСФСР от 29 декабря 1917 года «О прекращении платежей по купонам и дивидендам»;

- Декрет ВЦИК от 21 января 1918 года «Об аннулировании государственных займов»;

- Постановление Высшего совета народного хозяйства о правилах применения декрета об аннулировании государственных займов от 7 марта 1918 года;

- Постановление СНК от 26 октября 1918 года об аннулировании государственных бумаг.

10. В 1920-е годы проявились отдельные особенности эмиссии государственных ценных бумаг, которые широко применялись и в последующие годы:

- преимущественно принудительный характер;

- применение выигрышных схем;

- регулярная конверсия облигаций.

11. В годы НЭПа временно возрождается биржевая торговля ценными бумагами. Это происходит с принятием Постановления СНК от 20 октября 1922 года «О фондовых биржевых операциях». Целесообразно выделить некоторые особенности советского правового регулирования биржевой деятельности на фондовом рынке:

- организованная торговля ценными бумагами могла осуществляться на фондовой бирже или в фондовом отделе при товарных биржах;

- четкий государственный контроль над деятельностью фондовых бирж.

12. В связи с переходом советского государства к рыночным отношениям во второй половине 1980-х годов возникает необходимость в правовой регламентации как новых для советской экономики видов ценных бумаг, так и особенностей их обращения. В рассматриваемое время появляются новые разновидности государственных ценных бумаг. Среди них можно выделить:

- облигации государственных целевых беспроцентных займов;

- государственные казначейские обязательства СССР.

13. Особую роль в развитии отечественного рынка ценных бумаг сыграл процесс приватизации, осуществляемой посредством особой разновидности государственных ценных бумаг – приватизационных чеков (ваучеров). Данные бумаги передавались каждому гражданину России, а также производился их выпуск на предъявителя; как следствие, довольно быстро возник вторичный рынок, на котором и обращались приватизационные чеки.

14. Период с 1991 по 1995 год отличается большим количеством нормативных актов, которые осуществляли правовое регулирование корпораций и рынка ценных бумаг. Зачастую нормативные акты противоречили друг другу, создавая сложности в практическом применении положений нового законодательства.

Контрольные вопросы

1. Какие меры принимались российским государством в XVIII веке в целях формирования основ рынка ценных бумаг?
2. Какой первый нормативный акт, посвященный регулированию деятельности бирж, был принят в XVIII веке?
3. Какими причинами обусловлено размещение первого выпуска государственных ценных бумаг России за рубежом?
4. Назовите основные положения Именного указа «О внутренних в Государстве займах» 1809 года.
5. Какие нормативные акты были приняты в 30-х годах XVIII века в целях правового регулирования фондового рынка?
6. В чем состояли особенности правового положения биржевых маклеров в XIX веке? Назовите принципы поведения биржевых маклеров.
7. Расскажите об особенностях реформирования российского биржевого законодательства в конце XIX века.
8. Выделите основные черты сложившегося к началу XX века отечественного рынка ценных бумаг.
9. В чем состояли основные последствия государственного регулирования фондового рынка России после начала Первой мировой войны?
10. Какие основные нормативные акты были приняты советской властью в целях ликвидации фондового рынка?
11. Укажите особенности эмиссии государственных ценных бумаг, которые проявились в 1920-е годы и широко применялись впоследствии.
12. Выделите основные особенности советского правового регулирования биржевой деятельности на фондовом рынке.
13. Какие нормативно-правовые акты способствовали возрождению в СССР корпоративных форм осуществления предпринимательской деятельности и закреплению особенностей эмиссии ценных бумаг со стороны частных эмитентов?
14. Выделите основные моменты Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР.
15. Приведите примеры противоречия различных нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг, принятых в конце 1980-х – начале 1990-х годов.

Основная литература

Голицын Ю. П. Фондовый рынок дореволюционной России: Очерки истории. – М.: Деловой Экспресс, 2001. – 279 с.

Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России/сост. по лекциям проф. А. Г. Гусакова. – СПб., 1905.

Залевский В. Г. Конверсии государственных долговых обязательств // Законодательство. – М.: [б. и.], 2001. – № 1.

Зиноватный П. С. Биржевое право Российской Империи//Винер Ф. А. Биржа/Ф. А. Винер; Под общ. ред., пер. с нем. Р. С. Куракина, К. В. Мротцека. – М.: Волтере Клувер, 2010. – 530с.

Куракин Р. С. Биржевое право: учебное пособие. Т. 1. – М.: Юрлитинформ, 2011. – 520с.

Кардашев В. П. Фондовые биржи в России//Банковая энциклопедия: в 2 т. Т. 2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война/под общ. ред. проф. Л. Н. Яснопольского. – Киев: Изд-во Банк, энцикл., 1917. – 412 с. Колоножников Г М. Облигации торгово-промышленных Акционерных Товариществ. Ч. 1. Условия выпуска облигаций. – Томск, 1912.

Лизунов П. В. Биржи в России и экономическая политика правительства, XVIII – начало XX в.: дисс... докт. ист. наук: 07.00.02. – Архангельск, 2002. – 473 с.

Лизунов П. В. Петербургская фондовая биржа и коммерческие банки в России, 1864–1914 гг.//Экономическая история: обозрение. – М.: Изд-во МГУ, 2008. – Вып. 15. (Труды исторического факультета МГУ: Вып. 42).

Молотников А. Е. История развития российского и зарубежного корпоративного законодательства// Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. – М.: КноРус, 2011. – 1120с. – Гл. 2.

Шепелев Л. Е. Фондовая биржа в России в период 1-й мировой войны (1914–1917) // Исторические записки. – М., 1969. – Т. 84.

Дополнительная литература

Венедиктов А. В. Смешанные акционерные компании // Экономическое Возрождение. – 1922. – № 1.

Голицын Ю. П. Декрет 21 января 1918 года (об аннулировании государственных займов) и его социально-экономические последствия // Биржевое обозрение. – М.: ИД «РЦБ», 2010. – № 12(84).

Гаттенбергер К. К. Законодательство и биржевая спекуляция. – Харьков, 1872. – 255 с.

Жолобова Г. А. Правовое регулирование биржевой деятельности в Российской империи на рубеже XIX–XX вв. // Правоведение. – 2003. – № 1. – С. 233–246. – Электрон, вер., печат. публ. – URL: <http://www.Law.ed u.ru/a rticle/articLe.a sp?a rticle I D=1899 34>.

Кондратьев Д. «Опасная обуза» для рынка. Махинации на бирже в царской России // Ценные бумаги – 2006. – № 2.

Лексис В. Торговля. Ч. 2. Фондовая биржа и внутренняя торговая политика / под. ред. и с доп. М. И. Боголепова. – Рига: Наука и жизнь, 1914. – 160 с.

Мигулин П. П. Русский государственный кредит (1769–1899): опыт историко-критического обзора: в 3 т. – Т. 1. – Харьков, 1899. – 629 с. Кротов Н., Никульшин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. – М.: Экономическая летопись, 2007. – 504 с.

Потемкин А. П. Становление и развитие рынка ценных бумаг России: автореф. дис.... канд. экон. наук. – М., 1999. – 147 с.

Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже (ее причины и последствия). – СПб., 1897.

Глава 4

Современное российское законодательство о рынке ценных бумаг

В целом тенденция развития российского фондового рынка мне импонирует, потому что он, в отличие от других видов бизнеса, вырос не сверху – от государства, а снизу – от его участников. Под уже развивающийся рынок создавались законы, подзаконные акты, требования, лицензии и т. д., а это значит, что фондовый рынок – реальная, а не искусственная система.

Михаил Слипенчук, из интервью журналу «Рынок ценных бумаг», № 9, 2012 год

- 1. Особенности нормативного регулирования рынка ценных бумаг в РФ.**
- 2. Современные тенденции развития российского законодательства о рынке ценных бумаг.**

4.1. Особенности нормативного регулирования рынка ценных бумаг в РФ

На развитие рынка ценных бумаг в равной степени воздействуют как частные, так и публичные интересы, это проявляется и в особенностях нормативного регулирования данной сферы общественных отношений. В целях наиболее эффективной регламентации функционирования рынка требуется, чтобы *нормативные акты были направлены на максимально возможное достижение баланса между интересами государства, общества и отдельных участников оборота*. С одной стороны, необходимо обеспечить наиболее комфортные условия для обращения ценных бумаг и совершения различных сделок с финансовыми инструментами между участниками, а с другой – нужно снизить риск нарушения прав участников рынка с помощью обязательной государственной регистрации выпуска ценных бумаг, требований к эмитентам о раскрытии информации и т. д.²⁸⁴

Во многом необходимость нахождения баланса между частными и публичными интересами и приводит к *комплексному характеру нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг*. При этом следует особо подчеркнуть, что комплексность вообще является признаком законодательства о предпринимательской деятельности²⁸⁵.

В основе правового регулирования рынка ценных бумаг лежат именно **конституционные нормы**, содержащие различные базовые принципы, например, гарантирующие **свободу экономической деятельности** (ч. 1 ст. 8 Конституции РФ). Данный принцип получил свое развитие в ст. 34 Конституции РФ. В ней закреплено, что каждый имеет право на свободное использование своих способностей и имущества для предпринимательской и иной не запрещенной законом экономической деятельности. При этом особо оговаривается недопустимость экономической деятельности, направленной на монополизацию и недобросовестную конкуренцию.

Также в ч. 1 ст. 8 Конституции РФ закреплён принцип, напрямую влияющий на развитие фондового рынка, – гарантия единства экономического пространства и свободного перемещения товаров, услуг и финансовых средств²⁸⁶.

Если в советский период отсутствовали общие правила выпуска государственных облигаций, а размещения нередко происходили в принудительном порядке, то Конституция РФ закрепляет принципиально иной подход к эмиссии государственных ценных бумаг: ч. 4 ст. 75 предусматривает, что государственные займы выпускаются в порядке, определяемом федеральным законом, и размещаются на добровольной основе.

Следует отметить, что международные договоры не играют серьезной роли в регулировании отношений на отечественном рынке ценных бумаг. В современной истории правового регулирования фондового рынка известны попытки на межгосударственном уровне нормативно унифицировать отдельные отношения, возникающие на рынке ценных бумаг. Наиболее ярким примером являются *модельные законодательные*

²⁸⁴ Об анализе особенностей сочетания публичных и частных начал в правовом регулировании рынка ценных бумаг 49 государств мира см. исследование: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. What Works in Securities Laws? [Electronic resource]//Tuck School of Business Working Paper. – 2003. – URL: <http://ssrn.com/abstract=425880>.

²⁸⁵ Предпринимательское право России: учебник/В. С. Белых, Г. Э. Берсункаев, С. И. Виниченко; отв. ред. В. С. Белых. М.: Проспект, 2009. С. 537.

²⁸⁶ Конституция Российской Федерации от 12 декабря 1993 г.//Российская газета. № 237. 25.12.1993. Подробнее о конституционных основах правового регулирования см.: Гаджиев Г. А. Конституционные основы и пределы правового регулирования корпоративных отношений//Предпринимательское право в рыночной экономике/Отв. ред. Е.П.Губин, П. Г. Лахно. М.: Новая Правовая культура, 2004. С. 175–189.

*положения для государств – участников СНГ о рынке ценных бумаг*²⁸⁷, а также о *защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг*²⁸⁸. Во многом причина слабого влияния подобных актов на рынок ценных бумаг в России состоит в том, что они носят рекомендательный характер (см., например, ст. 1 Модельных законодательных положений).

Помимо этого, Россия отказалась стать участником²⁸⁹ другого международного договора, *Соглашения о регулировании межгосударственного рынка ценных бумаг*, подписанного в Минске 22 января 1993 года. Предполагалось, что этот документ станет основой для создания единого фондового рынка стран СНГ, упрощая деятельность эмитентов и инвесторов. Кроме этого, декларировалось, что стороны Соглашения признают целесообразным сближение и последующую унификацию законодательства о ценных бумагах²⁹⁰. Очевидно, что положения данного Соглашения остались сугубо декларативными, так как реальных шагов по созданию единого рынка ценных бумаг предпринято не было. В конечном итоге ряд других государств, первоначально подписавших международный договор, отказались стать его участниками²⁹¹.

Нормативные акты, регулирующие отношения, которые возникают на рынке ценных бумаг, *классифицируются по трем базовым основаниям*²⁹²:

- 1) юридическая сила и место в иерархии нормативно-правовых актов;
- 2) установленные в ст. 71–73 Конституции РФ сферы законодательного регулирования;
- 3) масштаб действия.

Теперь остановимся более подробно на каждом из вышеназванных оснований.

1. Юридическая сила и место в иерархии нормативно-правовых актов.

Данное основание классификации нормативных актов является наиболее распространенным. В нем выделяются следующие группы:

- 1) федеральные законы;
- 2) подзаконные нормативные акты.

К первой группе относятся следующие **базовые акты**:

– Гражданский кодекс Российской Федерации: часть первая от 30 ноября 1994 года № 51-ФЗ, часть вторая от 26 января 1996 года № 14-ФЗ, часть третья от 26 ноября 2001 года № 146-ФЗ;

– Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 года № 195-ФЗ;

²⁸⁷ Модельный закон принят на восемнадцатом пленарном заседании Межпарламентской Ассамблеи государств – участников СНГ (постановление № 18-7 от 24 ноября 2001 года). См.: Информационный бюллетень Межпарламентской Ассамблеи государств-участников СНГ. СПб.: Секретариат Совета МПА, 2002. № 28.

²⁸⁸ Приняты на двадцать пятом пленарном заседании Межпарламентской Ассамблеи государств – участников СНГ (постановление № 25-7 от 14 апреля 2005 года). См.: Информационный бюллетень Межпарламентской Ассамблеи государств-участников СНГ. СПб.: Секретариат Совета МПА, 2005. № 36.

²⁸⁹ Распоряжение Президента РФ от 16 апреля 2007 года № 166-рп «О некоторых международных договорах, подписанных в рамках Содружества Независимых Государств».

²⁹⁰ Статья 4 Соглашения. Цит. по: Соглашение о регулировании межгосударственного рынка ценных бумаг (заключено в г. Минске 22 января 1993 года) [Электронный ресурс]/Законы России. 2007. URL: <http://www.lawrussia.ru/texts/legal/901/doc901 а3 14х5 81.htm>.

²⁹¹ См., например, Указ Президента Республики Казахстан от 16 июня 2010 года № 1000 «О намерении Республики Казахстан не становиться участницей Соглашения о регулировании межгосударственного рынка ценных бумаг от 22 января 1993 года». URL: <http://online.zakon.kz/Document/?doc id=30766483>

²⁹² За основу здесь и далее в настоящей главе взята классификация, используемая в отношении законодательства о предпринимательстве в РФ. (см.: Предпринимательское право Российской Федерации: учебник/отв. ред. Е.П.Губин, П. Г. Лахно. М.: Норма, 2010. С. 79–84).

- Уголовный кодекс Российской Федерации от 13 июня 1996 года № 63-ФЗ;
- Налоговый кодекс Российской Федерации: часть первая от 31 июля 1998 года № 146-ФЗ, часть вторая от 5 августа 2000 года № 117-ФЗ;
- Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
- Федеральный закон от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»;
- Федеральный закон от 25 февраля 1999 года № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений»;
- Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»;
- Федеральный закон от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности»;
- Федеральный закон от 7 декабря 2011 года № 414-ФЗ «О центральном депозитарии»;
- Федеральный закон от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах»;
- Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»;
- Федеральный закон от 8 февраля 1998 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»;
- Федеральный закон от 28 ноября 2011 года № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе»;
- Федеральный закон от 21 декабря 2001 года № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества».

Разумеется, ключевыми для фондового рынка нормативными актами из перечисленных выше являются **Гражданский кодекс** и **Закон о рынке ценных бумаг**. Если первый содержит положения о понятии ценной бумаги, об особенностях совершения сделок с ними, то второй регламентирует деятельность государственных контролирующих органов, закрепляет правовой статус эмитентов и профессиональных участников рынка.

Закон о рынке ценных бумаг был внесен в Государственную Думу в декабре 1994 года²⁹³ группой депутатов во главе с Евгением Бушминым. Принятие закона сопровождалось широким общественным обсуждением²⁹⁴, особенно учитывались различные подходы к регулированию фондового рынка, выражаемые ФКЦВ и Банком России²⁹⁵. При этом отдельные исследователи отмечают, что при разработке закона в качестве образца для построения рынка использовалась модель фондового рынка США. Это было вполне объяснимо, поскольку американские правовые решения, используемые при организации рынка, на практике доказали свою эффективность и разумность²⁹⁶.

²⁹³ Законопроект № 94700306-1: О рынке ценных бумаг // Официальный сайт Государственной Думы РФ/Гос. Дума Федерального Собрания РФ. 2013. URL: <http://asozd2.duma.gov.ru/main.nsf/%28Spravka%29?OpenAgent&RN=94700306-1&02>.

²⁹⁴ Подробнее см., например: Калининченко Н., Привалов А. Закон о рынке ценных бумаг. Так, ничего себе закончик... // Коммерсантъ. 1995. № 16 (127).

²⁹⁵ Споры между двумя структурами пришлось решать посредством специальных согласований в Правительстве, что в конечном итоге привело к подписанию Протокола согласования разногласий по вопросам регулирования рынка ценных бумаг от 29 мая 1997 года, утвержденного Правительством РФ 30 мая 1997 года № АЧ-П13-19ПР, Минфином РФ, Банком России, ФКЦВ РФ.

²⁹⁶ Семилютина Н. Г. Влияние законодательства США о рынке финансовых услуг на российскую практику // Право и экономика. 2000. № 2. URL: <http://base.consultant.ru>. (Доступ ограничен). Несмотря на высокий уровень развития законодательства о рынке ценных бумаг, нормативные акты этой юрисдикции довольно часто заимствуются иными государствами. Подробнее о причинах, особенностях и дальнейших перспективах этого процесса см.: Brummer C. Post-american securities regulation [Electronic resource] // California Law Review. 2010. URL: <http://ssrn.com/abstract=1441508>.

Несмотря на созвучность терминов, *понятие «законодательство о ценных бумагах» не совпадает с «законодательством о рынке ценных бумаг»*. Во втором случае мы сталкиваемся с более объемной нормативной базой, регулирующей различные отношения, которые возникают в связи с функционированием рынка ценных бумаг. Данное обстоятельство уже отмечалось в специальной литературе²⁹⁷.

Интересна предложенная А. В. Габовым систематизация различных обозначений в отечественном законодательстве нормативных актов, регулирующих сферу рынка ценных бумаг. Итак, используются следующие термины: «законодательство о ценных бумагах», «законы о ценных бумагах», «законодательство о защите прав и законных интересов инвесторов», «законодательство Российской Федерации о государственных (муниципальных) ценных бумагах» и т. д. Как справедливо отмечает исследователь, использование всех этих конструкций бессистемно. Что характерно, в одном и том же нормативном акте ссылка на законодательство может использоваться в самых разных видах²⁹⁸. Вместо сложившейся практики А. В. Габов предлагает использовать в качестве основной категории «законодательство о рынке ценных бумаг», а также «законодательство о защите прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг»²⁹⁹.

Изучение правового регулирования фондового рынка нельзя ограничить исключительно положениями о ценных бумагах, содержащимися в Гражданском кодексе или Законе о рынке ценных бумаг. При этом вряд ли можно согласиться с точкой зрения о том, что нормы, содержащиеся в актах, относящихся к законодательству о ценных бумагах, имеют приоритет над нормами актов, принадлежащих законодательству о рынке ценных бумаг³⁰⁰. Ведь применительно к данному случаю действующее законодательство не содержит презумпции приоритета одних нормативных актов, регулирующих определенные отношения, над другими только на основании предмета регулирования.

Одна из особенностей законодательства о рынке ценных бумаг заключается в его тесной связи с корпоративным законодательством. Так, в Законе об акционерных обществах содержится множество норм, напрямую связанных с регулированием рынка ценных бумаг и, прежде всего, с порядком выпуска и размещения акций и облигаций.

В последнее время наметилась тенденция увеличения общего числа специальных законов, регулирующих рынок ценных бумаг. Еще несколько лет назад наблюдалась своеобразная «монополия» Закона о рынке ценных бумаг на правовое регулирование отношений, возникающих на фондовом рынке. Теперь же в связи с усложнением отношений, возникающих на рынке, данная сфера регулируется целым комплексом федеральных законов³⁰¹.

Среди перечисленных выше законов можно выделить *нормативные акты, преимущественно посвященные регулированию отношений, возникающих на рынке ценных бумаг*. Например, Закон о защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг

²⁹⁷ Губин Е. П. Правовое регулирование отношений на срочном рынке (рынке производных финансовых инструментов) // Банковское право Российской Федерации. Особенная часть: в 2 т. Т. 2/Отв. ред. Г. А. Тосунян. М., 2002. С. 294–319.

²⁹⁸ Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. С. 32.

²⁹⁹ Там же. С. 33.

³⁰⁰ Комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (постатейный)/!). Н. Распутный, Н. А. Горбачева, Ж. В. Никитина, Н. И. Гарганджия, Д. А. Вавулин, А. С. Емельянов. М.: Деловой двор, 2009. Электрон, вер, печат. публ. URL: <http://base.consultant.ru>. (Доступ ограничен).

³⁰¹ Речь, в первую очередь, идет о таких нормативных актах, как Федеральный закон от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности»; Федеральный закон от 7 декабря 2011 года № 414-ФЗ «О центральном депозитарии»; Федеральный закон от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

или Закон о центральном депозитарии. Другие же законы, в первую очередь, регулируют иные сферы экономической деятельности, хотя и содержат отдельные нормы, затрагивающие рынок ценных бумаг. В частности, это Закон об акционерных обществах или Закон о приватизации. Следует отметить, что на рынок ценных бумаг оказывают воздействие и иные не указанные выше законодательные акты. Это и Федеральный закон от 13 марта 2006 года № 38-ФЗ «О рекламе», и Федеральный закон от 27 июля 2006 года № 152-ФЗ «О персональных данных», и многие другие. Специфика регулирующего воздействия отдельных законодательных актов на рынок ценных бумаг будет рассмотрена в следующих разделах данного учебника.

К основным **подзаконным нормативным актам**, регулирующим фондовый рынок, относятся следующие:

- Указ Президента РФ от 4 ноября 1994 года № 2063 «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации»;
- Постановление Правительства РФ от 1 декабря 2012 года № 1238 «О государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг, а также об отчетах о проведенной эмиссии»;
- Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам, от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н;
- Приказ ФСФР РФ от 4 октября 2011 года № 11–46/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»;
- Постановление ФКЦВ РФ от 2 октября 1997 года № 27 «Об утверждении Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг»;
- Приказ ФСФР РФ от 28 декабря 2010 года № 10–78/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»;
- Приказ ФСФР РФ от 20 июля 2010 года № 10–49/пз-н «Об утверждении Положения о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг»;
- Приказ ФСФР РФ от 18 марта 2008 года № 08–12/пз-н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами»;
- Приказ Минфина РФ от 6 апреля 2001 года № 30н «Об утверждении стандартов раскрытия информации о ценных бумагах субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг, формы заявления о государственной регистрации акта, содержащего условия эмиссии ценных бумаг, и формы представления отчета об итогах эмиссии ценных бумаг субъекта Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг»;
- «Положение об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг», утвержденное Банком России 25 марта 2003 года № 219-П;
- и многие другие.

Указы Президента РФ играли ключевую роль в регулировании фондового рынка в первые годы существования нового государства (в особенности после политического кризиса в 1993 году). Именно в это время были приняты многие указы, затрагивающие сферу рынка ценных бумаг. Однако после принятия Закона о рынке ценных бумаг и появления Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ значение указов Президента РФ постепенно снизилось.

От указов необходимо отличать поручения и указания Президента РФ³⁰². Они не являются нормативными актами и даются в целях решения определенной задачи, стоящей перед государством. Поручения содержатся в указах, распоряжениях и директивах Президента РФ, а указания оформляются в виде резолюций. Например, Президент РФ по итогам заседания Международного консультативного совета по созданию и развитию международного финансового центра в РФ, которое состоялось 28 октября 2011 года, дал целый ряд поручений, касающихся фондового рынка³⁰³. Например, было поручено подготовить предложения об упрощении допуска ценных бумаг иностранных эмитентов на российский финансовый рынок и о возможности раскрытия информации о таких ценных бумагах и об их эмитентах перед квалифицированными инвесторами на иностранном языке, наиболее часто используемом в деловом обороте.

Основная часть подзаконных нормативных актов, регулирующих отношения на фондовом рынке принимается федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг. В настоящее время это **Федеральная служба по финансовым рынкам**³⁰⁴. Именно на основании нормативно-правовых актов этого ведомства осуществляется эмиссия ценных бумаг, раскрывается информация, происходит лицензирование деятельности профессиональных участников рынка и т. д.³⁰⁵ Следует отметить, что ключевые нормативные акты подлежат обязательному согласованию с Министерством финансов (например, стандарты эмиссии ценных бумаг или обязательные требования к порядку ведения реестра владельцев именных ценных бумаг³⁰⁶).

Первоначально при формировании системы государственного регулирования рынка ценных бумаг был закреплен специальный порядок вступления в силу нормативных актов Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ. В частности, нормативные акты, изданные в пределах полномочий ФКЦБ, вступали в силу со дня их официального опубликования и не нуждались в дополнительной регистрации³⁰⁷. Не предусматривалась обязательная государственная регистрация и в принятом в 1996 году Законе о рынке ценных бумаг. Вероятно, исключение из правил для ФКЦБ было сделано в связи с необходимостью в максимально короткие сроки сформировать принципиально новое законодательство о фондовом рынке. При этом даже было учреждено отдельное издание для официального обнародования

³⁰² Указ Президента РФ от 28 марта 2011 года № 352 «О мерах по совершенствованию организации исполнения поручений и указаний Президента Российской Федерации».

³⁰³ Перечень поручений по итогам заседания Международного консультативного совета по созданию и развитию международного финансового центра // Официальный сайт Президента России [Электронный ресурс]. URL: <http://kremlin.ru/assignments/13925#sel=>.

³⁰⁴ Очевидно, в ближайшее время соответствующие полномочия перейдут к Банку России в рамках концепции создания мегарегулятора финансового рынка (подробнее см. главу 10).

³⁰⁵ Более детальный перечень нормативно-правовых актов, которые вправе принимать ФСФР в целях регулирования рынка ценных бумаг перечислено в п. 5.3. Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 29 августа 2011 года № 717 «О некоторых вопросах государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации».

³⁰⁶ Пункт 5.3.17 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам.

³⁰⁷ Пункт 14 Указа Президента РФ от 3 июля 1995 года № 662 «О мерах по формированию общероссийской телекоммуникационной системы и обеспечению прав собственников при хранении ценных бумаг и расчетах на фондовом рынке Российской Федерации».

нормативных актов – Вестник ФКЦБ³⁰⁸. Ситуация стала иной только в 1998 году, когда соответствующие изменения были внесены ст. 43 Закона о рынке ценных бумаг³⁰⁹. В настоящее время нормативные акты Федеральной службы по финансовым рынкам – правопреемника ФКЦВ – подлежат государственной регистрации в Министерстве юстиции РФ.

Однако нельзя забывать и о других федеральных органах исполнительной власти, занимающихся нормотворчеством в указанной сфере. Например, это **Правительство Российской Федерации**, которое, в первую очередь, регулирует отношения на рынке государственных ценных бумаг, регламентирует особенности осуществления инвестиций страховых взносов, поступивших в Пенсионный фонд и т. п.

Министерство финансов Российской Федерации занимает важное положение среди органов государственной власти, осуществляющих регулирование фондового рынка. До недавнего времени это министерство в основном регламентировало особенности выпуска и обращения государственных ценных бумаг³¹⁰. Однако с 2011 года оно было наделено правом осуществлять разработку главных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг³¹¹.

Как известно, **Центральный банк Российской Федерации** обладает правом издавать общеобязательные нормативные акты³¹². В том числе они могут осуществлять регулирование отношений, возникающих на рынке ценных бумаг (например, эмиссия кредитных организаций).

Особое значение для регулирования рынка ценных бумаг имеют акты рекомендательного характера, издаваемые органами государственной власти. В начале 2000-х годов большие надежды по повышению уровня регулирования корпоративных отношений, а также рынка ценных бумаг связывались с **Кодексом корпоративного поведения**³¹³. Многие эксперты сходятся во мнении, что положения Кодекса, касающиеся контроля финансово-хозяйственной деятельности общества и защиты интересов инвесторов, перекликаются с нормами закона Сарбейнса-Оксли (США)³¹⁴. Правда, зарубежный аналог обязателен для исполнения, в отличие от российского³¹⁵.

Принятие кодексов корпоративного поведения в различных государствах выступило своеобразной попыткой повышения инвестиционной привлекательности компаний и снижения негативного эффекта от их внутренних конфликтов и противоречий, которые трудно урегулировать на уровне законодательства.

³⁰⁸ Постановление Правительства РФ от 26 декабря 1995 года № 1263 «Об информационном бюллетене «Вестник Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку».

³⁰⁹ Федеральный закон от 26 ноября 1998 года № 182-ФЗ «О внесении изменения и дополнения в статью 43 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

³¹⁰ См. п. 5.2 Положения о Министерстве финансов Российской Федерации, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 329.

³¹¹ Абзац 2 п. 1 Положения о Министерстве финансов Российской Федерации.

³¹² Страница 7 Федерального закона от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

³¹³ См.: Распоряжение ФКЦВ РФ от 4 апреля 2002 года № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения» (вместе с «Кодексом корпоративного поведения» от 5 апреля 2002 года) // Вестник ФКЦВ России. 2002. № 4. Этот документ был подготовлен под руководством Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг юридической фирмой «Кудерт Бразерс». Финансирование работы осуществлялось за счет гранта Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРР), обеспеченного Правительством Японии.

³¹⁴ Астапович А., Дуглас Ч., Зелковиц Дж. Перемены в мышлении. Корпоративное управление и перспективы взаимных инвестиций России и США. М., 2007. С. 51.

³¹⁵ Губин Е. П. Законодательство о предпринимательской деятельности: состояние, значение, и перспективы развития // Предпринимательское право в рыночной экономике. М.: Новая Правовая культура, 2004. С. 91.

Одним из первых модельных сводов стандартов корпоративного управления стали Принципы корпоративного управления, представленные Организацией экономического сотрудничества и развития (далее – Принципы ОЭСР), принятые в мае 1999 года и в обновленной редакции – в 2004 году.

В 2000–2002 годах правительствами разных стран и компаниями было принято около 90 кодексов корпоративного управления. В частности, в Великобритании был принят Кодекс принципов корпоративного управления (The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice, 2000 год), в Германии – Кодекс корпоративного управления (German Code of Corporate Governance, 2000 год), в Италии – Кодекс корпоративного поведения 2002 года и т. д.³¹⁶

Мировой финансовый кризис 2008–2009 годов привел к дополнению и уточнению ряда значимых аспектов корпоративного управления, пересмотру содержания кодексов в ряде юрисдикций (в Великобритании, в некоторых странах ЕС).

Однако российский Кодекс корпоративного поведения так и остался сугубо декларативным документом, положения которого соблюдает ограниченное число российских акционерных обществ. Стоит отметить, что исполнение его требований, прежде всего, важно для акционерных обществ, акции которых обращаются на фондовой бирже. Дело в том, что организаторы торговли на рынке ценных бумаг обычно требуют соблюдать положения Кодекса для включения ценных бумаг эмитента в котировальные листы³¹⁷.

За рубежом акты рекомендательного характера довольно широко применяются в практике регулирования рынка ценных бумаг. К примеру, это справедливо для Комиссии по ценным бумагам и дериватам (SFC) Гонконга как одного из международных финансовых центров. Итак, SFC, помимо обязательных для исполнения нормативных актов, имеет право выпускать рекомендательные акты (codes, guidelines)³¹⁸, которые не являются общеобязательными, и их нарушение или неисполнение не ведет к применению санкций в отношении участников рынка. Однако сам факт несоблюдения положений рекомендательного акта может иметь доказательственное значение в случае разбирательства, вызванного нарушением иного положения законодательства о фондовом рынке. При этом суд при вынесении решения будет учитывать и факт несоблюдения норм соответствующего рекомендательного акта³¹⁹.

Вызывают интерес примеры включения в содержание кодексов религиозных правил поведения. Например, в разделе 9 Кодекса корпоративного управления Королевства Бахрейн (от 16 марта 2010 года), отмечено, что компании, которые относят себя к Исламским, обязаны следовать Законам Шариата. При этом они подвергаются дополнительному регулированию и обязаны раскрывать большой массив информации

³¹⁶ Подробнее см. полный перечень Кодексов различных государств, а также ОЭСР. URL: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

³¹⁷ См. например: п. 2 Распоряжения ФКЦВ РФ от 18 июня 2003 года № 03-1169/р «Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения», Правила листинга Закрытого акционерного общества «Фондовая биржа ММВБ», утвержденные Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» в февраля 2013 года (Протокол № 14). URL: <http://fs.rts.micex.ru/files/257>.

³¹⁸ См. сайт регулятора: URL: <http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/legislation/regulatory/regulatory.html>.

³¹⁹ Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е. Туктаров [и др.]. М., 2010. С. 26.

различным группам стейкхолдеров, чтобы доказать свое следование указанным Законам³²⁰.

Довольно ограниченное применение положений Кодекса приводит некоторых авторов к выводу о том, что его рекомендации носят в первую очередь морально-этический характер³²¹. Более широкое распространение положений этого акта можно было обеспечить либо созданием условий, которые бы делали выгодным для компаний его применение, либо использованием силы неформального убеждения со стороны органов государственной власти и общественных организаций. Но в настоящее время прогнозировать широкое применение Кодекса корпоративного поведения не представляется возможным.

Необходимо отличать рекомендательные кодексы от типовых, которые могут утверждаться органами государственной власти. Например, типовой Кодекс профессиональной этики управляющих компаний, специализированного депозитария, брокеров, осуществляющих деятельность, связанную с формированием и инвестированием накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих³²². Типовые кодексы содержат в себе общеобязательные правила, которые должны соблюдаться участниками соответствующих отношений.

2. Установленные в ст. 71–73 Конституции РФ сферы законодательного регулирования.

В соответствии с данным критерием выделяются федеральные законы, которые принимаются в сфере ведения Российской Федерации и в сфере ее совместного ведения с субъектами РФ, а также законы субъектов РФ (ст. 71–73 Конституции РФ). Учитывая, что федеральное законодательство было подробно рассмотрено выше, следует обратиться к законодательству субъектов.

В основной своей массе нормативные акты, принимаемые субъектами РФ в отношении фондового рынка, посвящены особенностям выпуска государственных ценных бумаг. Например, Постановление Правительства Москвы от 28 декабря 2005 года № 1051-ПП «О порядке эмиссии облигаций Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы». Отдельные нормы содержатся в актах субъектов РФ, регулирующих порядок распоряжения принадлежащими им ценными бумагами (преимущественно акциями). Закон г. Москвы от 19 декабря 2007 года № 49 «Об основах управления собственностью города Москвы», Закон Астраханской области от 19 апреля 2006 года № 7/2006-03 (ред. от 20 апреля 2012 года) «О порядке управления и распоряжения государственной собственностью Астраханской области»; Закон Ульяновской области от 6 мая 2002 года № 020-30 (ред. от 2 мая 2012 года) «О порядке управления и распоряжения государственной собственностью Ульяновской области» и т. д.

На первых этапах функционирования фондового рынка в нашей стране наблюдалось недопустимое вторжение законов субъектов РФ в сферу регулирования федерального законодательства. В частности, знаменательно принятие Закона г. Москвы «Об административной ответственности за правонарушения в сфере рынка ценных бумаг». На первый взгляд, здесь идет речь об установлении административной

³²⁰ Corporate Governance Code: Kingdom of Bahrain [Electronic resource]. 2010. 59p. URL: http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_bahrain_mar2010_en.pdf.

³²¹ Макарова О. А. Корпоративное право: учебник. М.: Волтере Клувер, 2005. С. 42.

³²² Постановление Правительства РФ от 17 июня 2005 года № 383 «Об утверждении типового Кодекса профессиональной этики управляющих компаний, специализированного депозитария, брокеров, осуществляющих деятельность, связанную с формированием и инвестированием накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, и Правил согласования Кодексов профессиональной этики управляющих компаний, специализированного депозитария, брокеров, осуществляющих деятельность, связанную с формированием и инвестированием накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, с Федеральной службой по финансовым рынкам».

ответственности в сфере совместного ведения РФ и ее субъектов. Однако, как отметила Ю.А. Метелева, рынок ценных бумаг регулируется финансовым законодательством. При этом п. «ж» ст. 71 Конституции РФ относит регулирование отношений в области финансов к компетенции Федерации, а не ее субъектов³²³. Следовательно, принятие субъектом РФ специального закона об административной ответственности на фондовом рынке недопустимо.

Весьма показателен опыт сочетания федерального и регионального законодательства о рынке ценных бумаг в США ³²⁴. Здесь фондовый рынок в равной степени регулируется как нормами федерального законодательства, так и законами штатов. Например, в зависимости от различных обстоятельств обращение ценных бумаг регламентировано нормативными актами обоих уровней. В настоящее время базовыми федеральными законами являются следующие:

- **The Securities Act of 1933** регулирует публичные предложения ценных бумаг, в том числе запрещает их предложение и продажу, если они не зарегистрированы в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC);

- **The Securities Exchange Act of 1934** был учрежден SEC, регулирует обращение ценных бумаг, предусматривает раскрытие информации, содержит требования к публичным компаниям;

- **The Trust Indenture Act of 1939** регулирует публичное размещение долговых ценных бумаг объемом свыше 10 млн долларов;

- **The Investment Company Act of 1940** наделяет SEC правом контроля публичных компаний, действующих в сфере инвестиций на рынке ценных бумаг;

- **The Investment Advisers Act of 1940** регулирует регистрацию и деятельность инвестиционных консультантов;

- **The Securities Investor Protection Act of 1970** устанавливает механизм ликвидации инвестиционных компаний и урегулирования претензий их клиентов. На основе этого акта была создана the Securities Investor Protection Corporation (SIPC);

- **The Sarbanes-Oxley Act of 2002** опосредовал реформу корпоративного управления, прежде всего, связанную с раскрытием информации и ужесточением ответственности руководителей компаний;

- **The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010** устанавливает систему защиты потребителей финансовых услуг, регулирует рынки деривативов, хедж-фонды, раскрытие информации корпорациями;

- **The Jumpstart Our Business Startups Act of 2012** направлен на оказание поддержки субъектам предпринимательства в привлечении финансовых средств на публичных рынках капитала посредством снижения нормативных требований и государственного контроля по отношению к эмитентам соответствующих финансовых инструментов.

Законы штатов, регулирующие фондовый рынок, получили общее название «**blue sky laws (законы голубого неба)**»³²⁵. Сфера компетенции этих законов следующая:

³²³ Метелева Ю. А. Правовое положение акционера в акционерном обществе. М.: Статут, 1999. С. 95.

³²⁴ Излагается на основе книги: Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. West, 2009. P. 9–15, а также информации, размещенной на сайте Комиссии по ценным бумагам США: URL: www.sec.gov.

³²⁵ Существует несколько точек зрения насчет происхождения данного термина. Согласно одной из них, данный термин появился в судебных решениях начала XX века и обозначал отсутствие активов у акционерной компании, а следовательно, и необеспеченность акций компаний, если не считать само «голубое небо». Во всяком случае первым штатом, принявшем в 1911 году закон, направленный против продавцов акций компаний, не имевших никаких активов, считается Канзас, (см.: Markham J. W. A Financial history of the United States. M. E. Sharpe, 2002. P. 59.

- 1) они осуществляют регулирование брокерской и дилерской деятельности;
- 2) регламентируют регистрацию ценных бумаг, которые предлагаются к продаже и торгуются в определенном штате;
- 3) устанавливают санкции за мошеннические действия.

3. Масштаб действия

В соответствии сданным критерием выделяют:

- 1) нормативные акты **централизованного** правового регулирования, издаваемые органами государственной власти
- 2) акты **локального** регулирования:

- внутренние акты;
- акты, требующие санкционирования со стороны государственных органов (устав)³²⁶.

Основной интерес представляют **локальные акты эмитентов** (уставы³²⁷, положения и т. п.³²⁸), которые регламентируют порядок эмиссии ценных бумаг, порядок раскрытия информации, а также акты организаторов торговли на рынке ценных бумаг³²⁹.

Рассматриваемые в настоящем разделе локальные акты ни в коем случае нельзя смешивать с т. н. индивидуальными актами (например, решение общего собрания акционеров о выплате дивидендов за год)³³⁰. Данные корпоративные акты не носят нормативного характера и принимаются для принятия решения по конкретной ситуации, то есть не вырабатывают общего правила поведения.

Стоит отметить, что в деле регулирования фондового рынка традиционно играют особую роль **обычай**³³¹. Это обусловлено быстрым развитием отношений, возникающих на фондовом рынке. Нормативные акты просто-напросто не в состоянии охватить все ситуации, возникающие на рынке ценных бумаг, в связи с этим участники рынка самостоятельно вырабатывают правила поведения в той или иной сфере.

Согласно п. 1 ст. 5 Гражданского кодекса РФ обычаем признается сложившееся и широко применяемое в какой-либо области предпринимательской или иной деятельности, не предусмотренное законодательством правило поведения, независимо от того, зафиксировано ли оно в каком-либо документе. Следует учитывать, что обычаи, противоречащие обязательным для участников соответствующих отношений положениям законодательства или договору, не применяются (п. 2 ст. 5 ГК РФ). Чаще всего обычаи встречаются на внебиржевом рынке, так как организаторы торговли на рынке ценных бумаг стараются проводить мониторинг практики осуществления торгов, совершения участниками сделок и проведения расчетов, внося соответствующие изменения в локальные нормативные акты³³².

В Европейском Союзе при решении вопроса о том, содержатся ли в действиях определенного лица признаки манипулирования рынком, применяются так называемые **Общепринятые обычаи рынка**³³³ (Accepted

³²⁶ Носов С. И. Акционерное законодательство России: история, теоретический анализ, тенденции развития. М.: Изд-во РАГС, 2001. С. 123.

³²⁷ См., например, Устав ОАО «Мегафон» (URL: <http://corp.megafon.ru/investors/management/docs/ustav>).

³²⁸ См., например, Положение о раскрытии информации ОАО «Газпром» (URL: <http://gazprom.ru/investors/documents>).

³²⁹ Например, Положение об аккредитации уполномоченных финансовых консультантов в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» (URL: <http://rts.micex.ru/s22>).

³³⁰ См. подробнее: Кашанина Т. В. Корпоративные (внутрифирменные) акты. Образцы документов с кратким комментарием. М.: Юрист, 2004. С. 5.

³³¹ До внесения изменений в ст. 5 ГК в 2013 году обычай обозначался как «обычай делового оборота».

³³² Например, Правила проведения торгов по ценным бумагам в Закрытом акционерном обществе «Фондовая биржа ММВБ» изменяются не реже нескольких раз в год (URL: <http://www.micex.ru/markets/stock/documents/1136>).

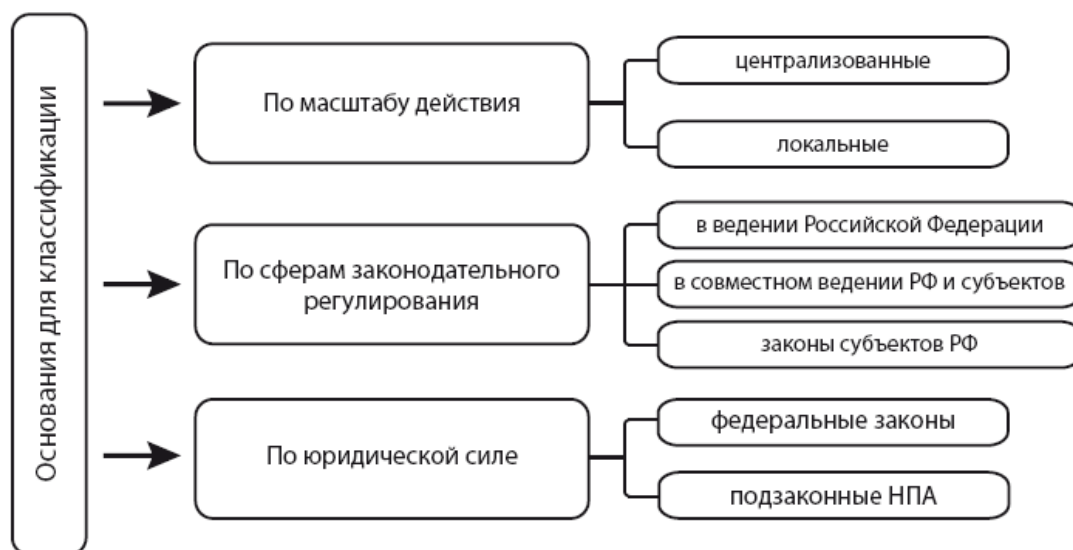
³³³ Имеются различные переводы данного термина, например, в неофициальном переводе СПС КонсультантПлюс он обозначается как «принятая на рынке практика поведения».

Market Practices')³³⁴. Под этим понимается³³⁵ «практика поведения, которая обоснованно ожидается на одном или нескольких финансовых рынках и принимается в качестве правомерной компетентным органом на основе опубликованных правил, принятых Европейской комиссией в соответствии с процессом, указанным в статье 17 «2а».

Таким образом, можно выделить следующие особенности правового регулирования рынка ценных бумаг:

- 1) комплексный характер законодательных актов, включающих в себя нормы нескольких отраслей права;
- 2) усиливающаяся тенденция к увеличению общего числа и специализации законов, регулирующих рынок ценных бумаг;
- 3) тесная связь законодательства о рынке ценных бумаг с корпоративным законодательством;
- 4) большое значение подзаконных нормативных актов, принимаемых, прежде всего, Федеральной службой по финансовым рынкам;
- 5) регулярное изменение нормативных актов, вызванное постоянной трансформацией и усложнением отношений на фондовом рынке;
- 6) важное значение локальных нормативных актов участников рынка (например, фондовых бирж), обычаев, а также, в меньшей степени, актов рекомендательного характера (Кодекс корпоративного поведения).

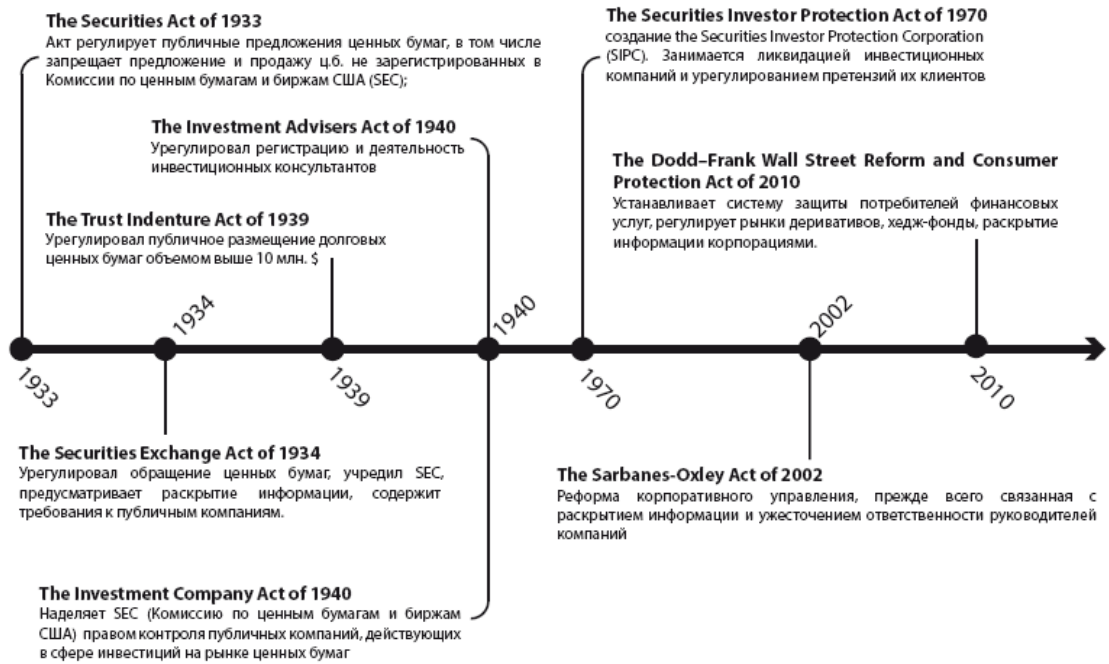
Основания классификации нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг в России.



Базовые законы США

³³⁴ Подробнее см.: Официальный сайт Европейской организации по ценным бумагам и рынкам. URL: <http://www.esma.europa.eu/page/accepted-markets-practices>.

³³⁵ Согласно п. 5 статьи 1 Директивы № 2003/6/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского Союза «Об использовании инсайдерской информации в процессе торгов и манипулировании рынком (рыночных махинациях)». Принята в г. Брюсселе 28 января 2003 года.



4.2. Современные тенденции развития российского законодательства о рынке ценных бумаг

...на наш взгляд, нужно корректировать закон. Опять же все сводится к базовой проблеме: на финансовых рынках невозможно все прописать, рынок развивается быстрее любой нашей законодательной инициативы.

Дмитрий Панкин, глава ФСФР, из интервью газете Ведомости, январь 2013 года

В настоящее время происходит серьезная трансформация основ законодательного регулирования предпринимательской деятельности³³⁶. Не стало исключением и законодательство о рынке ценных бумаг. Во многом *изменение правового регулирования фондового рынка обусловлено следующими причинами:*

1. Мировой финансовый кризис продемонстрировал необходимость как изменения подходов к государственному регулированию фондового рынка, так и потребность в совершенствовании нормативных актов, регулирующих функционирование рынка³³⁷.

2. Возникла острая потребность в систематизации законодательства о рынке ценных бумаг.

Основы законодательного регулирования фондового рынка формировались в 1990-х годах. Данный процесс происходил спонтанно

в условиях долгого отсутствия рынка ценных бумаг. Нередко разработчикам нормативных актов приходилось предполагать, как будут развиваться общественные отношения на рынке, и в соответствии со своими представлениями осуществлять регулирование «на будущее»³³⁸. В дальнейшем хоть и предпринимались попытки изменения отдельных положений законодательства, однако все они носили несистемный характер, то есть отличались «точечным» реформированием.

3. Отношения на рынке ценных бумаг стали развиваться более интенсивно. В результате этого возникла необходимость в реформе отечественного законодательства о фондовом рынке, а, возможно, и пересмотр подходов к базовым основам правового регулирования данной сферы.

Следует отметить следующие *основные направления дальнейшего реформирования законодательства о рынке ценных бумаг:*

1) изменение основополагающих подходов к правовому регулированию рынка ценных бумаг;

2) совершенствование отдельных правовых институтов.

В первом случае ключевой вопрос заключается в том, каким образом осуществлять правовое регулирование фондового рынка: путем прямого нормативного регулирования

³³⁶ Во многом это связано с работой по кодификации гражданского законодательства, осуществленной Советом при Президенте Российской Федерации по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства (Указ Президента РФ от 5 октября 1999 года № 1338 «О Совете при Президенте Российской Федерации по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства»). Кроме того, серьезная работа по пересмотру основ нормативного регулирования предпринимательской деятельности в РФ ведется Советом при Президенте РФ по развитию финансового рынка (Указ Президента РФ от 17 октября 2008 года № 1489 «О Совете при Президенте Российской Федерации по развитию финансового рынка Российской Федерации»).

³³⁷ Подробнее см. 3 раздел гл. 1 «Современные тенденции развития рынка ценных бумаг».

³³⁸ Подробнее с особенностями становления современного законодательства о рынке ценных бумаг можно ознакомиться в книге: Кротов Н., Никулынин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. М.: Экономическая летопись, 2007. С. 504

определенных отношений либо при помощи норм-принципов, содержащих общие подходы к регламентации деятельности на рынке ценных бумаг.

Как уже отмечалось исследователями, отечественное регулирование рынка ценных бумаг основывается на императивных принципах, при этом диспозитивные методы практически не используются³³⁹.

По мнению В. В. Сергеева, фактически существует два подхода к регулированию: **на основе принципов** и **на основе правил**. При этом он полагает, что регулирование *на основе принципов* противоречит задаче, которая ставится перед государственными органами, – добиться максимальной юридической определенности их решений. С учетом этого необходимая комбинация регулирования, основанного на правилах и основанного на принципах, может быть достигнута во взаимодействии между государственным органом и саморегулируемыми организациями³⁴⁰.

Представители НАУФОР критикуют современную систему правового регулирования. С их точки зрения, сложившийся на российском финансовом рынке регулятивный стиль, отличающийся высокой степенью конкретности, не дает общих правовых ответов на вопросы, не имеющие прямого регулирования, – и носит, по сути, *разрешительный характер регулирования*. Существующая правовая парадигма – *регулирование на основе правил* – *полностью исключила финансовый инжиниринг в России*. Для того, чтобы создать новый финансовый акт, приходится принимать нормативные акты, вносить изменения в законодательство. Регулирование лишено минимальной гибкости и динамичности, что препятствует развитию финансового рынка. Формальность регулирования заставляет постоянно вносить изменения в нормативные акты и приводит к бессмысленной «регулятивной горячке»³⁴¹.

Ярким примером указанного подхода является Великобритания. Именно там регулирующие органы долгое время подчеркивали необходимость большего внимания к регулированию, основанного на правилах (*principles-based approach*)³⁴². Однако финансовый кризис заставил регулирующие органы скорректировать свои подходы, что привело к усилению вмешательства государства в процессы, происходящие на рынке³⁴³.

В свою очередь Е. В. Зенькович критикует нормотворчество федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ФКЦВ и впоследствии ФСФР), которое, по мнению исследователя, привело к тому, что в отношении одного и того же круга вопросов в частях, не противоречащих друг другу, действуют несколько принятых в разное время актов. Примечательно, что регламентация одних вопросов страдает

³³⁹ Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: Учебное пособие. М.: Статут, 2010. С. 31.

³⁴⁰ Сергеев В. В. Законодательное обеспечение рынка ценных бумаг в условиях модернизации рыночной экономики (с заседания Комиссии по законодательству в сфере деятельности кредитных организаций и финансовых рынков Ассоциации юристов России) // Банковское право. 2011. № 4. С. 2–18.

³⁴¹ Реформа системы регулирования и надзора на финансовом рынке. Дискуссионный материал НАУФОР [Электронный ресурс] / Официальный сайт НАУФОР. 2012. URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=10116>.

³⁴² Principles-based regulation: focusing on the outcomes that matter [Electronic resource]. FSA, 2007. URL: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>.

³⁴³ The Oxford Handbook of Regulation / ed. by R. Baldwin, M. Cave, M. Lodge. Oxford University Press, 2010. P. 448.

излишней детализацией, а других – напротив, имеет существенные пробелы в описании предмета регулирования³⁴⁴.

При рассмотрении перспектив регулирования отечественного рынка ценных бумаг все же нецелесообразен переход к регулированию исключительно *на основе принципов*. С одной стороны, предоставление участникам рынка максимальной свободы в создании финансовых инструментов может спровоцировать волну мошеннических действий недобросовестных эмитентов. А с другой стороны, справедливо замечание о неэффективности преимущественно императивного воздействия. *Следовательно, для оптимального правового регулирования отношений, возникающих на фондовом рынке, требуется наличие баланса между двумя подходами.*

Подход, связанный с **совершенствованием отдельных правовых институтов**, нашел свое отражение в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года³⁴⁵, направленной на создание в России *самостоятельного финансового центра*. Согласно разделу III Стратегии результатом реализации положений данного документа должно стать усовершенствование правового регулирования.

Для достижения указанной цели предполагается сосредоточиться на следующих задачах:

- повысить эффективность регулирования финансового рынка путем развития системы пруденциального (предварительного) надзора в отношении участников финансового рынка, унифицировать принципы и стандарты деятельности участников финансового рынка, а также взаимодействия государственных органов с саморегулируемыми организациями;
- снизить количество административных барьеров и упростить процедуру государственной регистрации выпусков ценных бумаг;
- обеспечить эффективную систему раскрытия информации на финансовом рынке;
- развивать и совершенствовать корпоративное управление;
- принять действенные меры по предупреждению и пресечению недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

При этом, кроме решения указанных задач, предполагается повысить эффективность контрольно-надзорной деятельности Федеральной службы по финансовым рынкам, проводить постоянный анализ применения норм законодательства Российской Федерации и на этой основе совершенствовать нормативно-правовую базу.

Показателен современный опыт реформирования законодательства, регулирующего рынок ценных бумаг в иностранных юрисдикциях³⁴⁶. Глобальные финансовые центры Лондона и Нью-Йорка отличаются развитой системой регулирования, основанной на англо-саксонской (прецедентной) системе права. Финансовое законодательство США стремится достаточно четко кодифицировать все правила и меры регулирования, описать финансовые инструменты и рынки (**rule-based regulation**). Такой подход еще в большей степени характерен для стран континентальной Европы. Законодательство Великобритании базируется

³⁴⁴ Зенькович Е. В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование/науч. ред. Л. Л. Попов. М.: Волтере Клувер, 2007. Электрон, вер, печат. публ. URL: <http://base.consultant.ru>. (Доступ ограничен).

³⁴⁵ Распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2008 года № 2043-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года».

³⁴⁶ Цит. по: Приложение 1. Лучшая практика крупнейших международных финансовых центров Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации одобрена на заседании Правительства Российской Федерации 5 февраля 2009 года (URL: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/finances/creation>).

на принципе «соблюдай или объясняй» (**principles-based regulation**)³⁴⁷, описывая общие принципы работы финансовых рынков, в то время как участники рынка обязаны соблюдать их или объяснять те ситуации, когда они отклоняются от требований закона. Эти требования часто сознательно формулируются неточно (например, «фирма обязана в должной степени учитывать интересы своих клиентов»), и многое зависит от практического применения этих принципов со стороны регулятора. В результате такая система является более гибкой и может быстрее адаптироваться к инновациям на финансовых рынках, способствует открытости и конкуренции среди участников МФЦ. Гибкость регулирования привлекла в Лондон значительную часть бизнеса (в особенности, связанного с корпоративным финансированием) глобальных инвестиционных и коммерческих банков.

Гонконг модифицировал свое финансовое законодательство в 2003 году: было упразднено десять законов и принят единый Закон о ценных бумагах и фьючерсах (Securities and Futures Ordinance) в соответствии с международной, прежде всего, британской практикой.

Развивающиеся региональные МФЦ, такие как Дубай, Сингапур и Мумбай, тоже выбрали более гибкую законодательную систему по примеру Лондона. Дубай создал отдельную юрисдикцию на территории МФЦ, которая функционирует согласно особым, близким к британским, стандартам права. Также и правительство Китая, придерживающееся принципов романо-германского (кодифицированного) права, после вступления в ВТО провело реформу финансового законодательства с целью приблизить его к стандартам США и Великобритании.

Интересны и перспективы развития **системы подзаконного регулирования** отношений на фондовом рынке. Во многом это будет зависеть от полномочий соответствующих органов государственной власти. Как известно, в последнее время ведутся споры о сфере компетенций ФСФР как основного регулятора на фондовом рынке. Высказывалась позиция, нашедшая воплощение в законодательстве, о необходимости перераспределить полномочия ФСФР в пользу Министерства финансов³⁴⁸.

Идейным вдохновителем перераспределения полномочий между ведомствами являлся бывший глава Министерства финансов А. Л. Кудрин. По его замыслам, Минфин должен был объединить регулирование всех финансовых рынков. Он отмечал, что Министерство финансов должно сформировать нормативные акты в области банковской деятельности и надзора на страховых рынках. После введения новой схемы государственного управления предполагалось, что «новая конструкция будет осуществляться во взаимоотношениях с ФСФР: ключевые нормативно-правовые акты будут осуществляться Минфином во взаимодействии с ФСФР, а часть нормативно-правовой работы будет сосредоточена в ФСФР»³⁴⁹.

Однако дальнейшего развития идея расширения полномочий Министерства финансов в сфере регулирования фондового рынка не получила. Уже в конце 2011 года по итогам заседания Международного консультативного совета по созданию и развитию международного финансового центра в РФ было принято решение о расширении полномочий ФСФР по

³⁴⁷ Об этом принципе см. выше.

³⁴⁸ Постановление Правительства РФ от 29 августа 2011 года № 717 «О некоторых вопросах государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации».

³⁴⁹ См.: Высказывания А. Л. Кудрина информационным агентствам в Федеральной службе по финансовым рынкам//Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. 2007. URL: <http://www.minfin.ru/ru/press/speech/index.php?id4=12465>.

предотвращению правонарушений на финансовых рынках, защите интересов инвесторов, в том числе в суде, а также о наделении ее правом разрабатывать и представлять в Правительство Российской Федерации проекты федеральных законов и иных нормативно-правовых актов в сфере регулирования финансовых рынков³⁵⁰. Кроме того, с конца 2012 года стали широко обсуждаться планы изменения концепции создания мегарегулятора на финансовых рынках и переподчинить ФСФР Банку России³⁵¹.

Таким образом, перспективы изменения правового регулирования фондового рынка обусловлены следующими причинами:

1. Мировой финансовый кризис продемонстрировал необходимость как изменения подходов к государственному регулированию фондового рынка, так и потребность в совершенствовании нормативных актов, регулирующих функционирование рынка.

2. Острая потребность в систематизации законодательства о рынке ценных бумаг, которое сформировалось в 1990-е годы.

3. Интенсивное развитие отношений на рынке ценных бумаг. В связи с постоянно усложняющимися отношениями на рынке ценных бумаг возникает необходимость в реформе отечественного законодательства о фондовом рынке, а, возможно, в пересмотре подходов к базовым основам правового регулирования данной сферы.

В целом существуют следующие основные направления дальнейшего развития законодательства о рынке ценных бумаг:

1) изменение основополагающих подходов к правовому регулированию рынка ценных бумаг;

2) совершенствование отдельных правовых институтов.

³⁵⁰ Официальный сайт Президента России. URL: <http://kremlin.ru/assignments/13925#sel=>.

³⁵¹ Подробнее см. главу 10 настоящей работы.

Краткие выводы

1. Во многом необходимость нахождения баланса между частными и публичными интересами приводит к комплексному характеру нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг.

2. В основе правового регулирования рынка ценных бумаг лежат именно конституционные нормы, содержащие различные базовые принципы, например, гарантирующие свободу экономической деятельности (ч. 1 ст. 8 Конституции РФ).

3. Нормативные акты, регулирующие отношения, которые возникают на рынке ценных бумаг, классифицируются по трем базовым основаниям:

- юридическая сила и место в иерархии нормативно-правовых актов;
- установленные в ст. 71–73 Конституции РФ сферы законодательного регулирования;
- масштаб действия.

4. Разумеется, ключевыми для фондового рынка нормативными актами из перечисленных выше являются Гражданский кодекс и Закон о рынке ценных бумаг. Если первый содержит положения о понятии ценной бумаги, об особенностях совершения сделок с ними, то второй регламентирует деятельность государственных контролирующих органов, закрепляет правовой статус эмитентов и профессиональных участников рынка.

5. В последнее время наметилась тенденция увеличения общего числа специальных законов, регулирующих рынок ценных бумаг.

6. Особое значение для регулирования рынка ценных бумаг имеют акты рекомендательного характера, издаваемые органами государственной власти. В начале 2000-х годов большие надежды по повышению уровня регулирования корпоративных отношений, а также рынка ценных бумаг связывались с Кодексом корпоративного поведения.

7. В настоящее время происходит серьезная трансформация основ законодательного регулирования предпринимательской деятельности. Не стало исключением и законодательство о рынке ценных бумаг. Во многом изменение правового регулирования фондового рынка обусловлено следующими причинами:

1) мировой финансовый кризис продемонстрировал необходимость как изменения подходов к государственному регулированию фондового рынка, так и потребность в совершенствовании нормативных актов, регулирующих функционирование рынка;

2) возникла острая потребность в систематизации законодательства о рынке ценных бумаг;

3) отношения на рынке ценных бумаг стали развиваться более интенсивно. В результате этого возникла необходимость в реформе отечественного законодательства о фондовом рынке, а, возможно, в пересмотре подходов к базовым основам правового регулирования данной сферы.

8. Следует отметить следующие основные направления дальнейшего реформирования законодательства о рынке ценных бумаг:

- изменение основополагающих подходов к правовому регулированию рынка ценных бумаг;
- совершенствование отдельных правовых институтов.

Контрольные вопросы

1. В чем состоят причины комплексного характера нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг?
2. Назовите конституционные принципы, влияющие на развитие фондового рынка.
3. По каким основаниям можно классифицировать нормативные акты, регулирующие отношения, возникающие на рынке ценных бумаг?
4. Какие основные федеральные законы регулируют рынок ценных бумаг?
5. Назовите основные подзаконные акты, регулирующие фондовый рынок.
6. В чем состоит отличие указов Президента РФ от его же поручений и указаний?
7. Какие федеральные органы исполнительной власти участвуют в подзаконном нормотворчестве в целях регулирования рынка ценных бумаг?
8. В чем состоит значение Кодекса корпоративного поведения для регулирования отношений, возникающих на фондовом рынке?
9. Каким образом субъекты РФ вправе регулировать отношения, возникающие на рынке ценных бумаг?
10. Расскажите об особенностях нормативного регулирования фондового рынка в США.
11. Каковы основные направления дальнейшего реформирования законодательства о рынке ценных бумаг в России?
12. Обозначьте перспективы развития системы подзаконного регулирования отношений на отечественном фондовом рынке.

Основная литература

Гаджиев Г. А. Конституционные основы и пределы правового регулирования корпоративных отношений//Предпринимательское право в рыночной экономике/Отв. ред. Е. П. Губин, П. Глахно. – М.: Новая Правовая культура, 2004.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е.Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с.

Губин Е. П.Законодательство о предпринимательской деятельности: состояние, значение, и перспективы развития// Предпринимательское право в рыночной экономике, – М.: Новая Правовая культура, 2004. Предпринимательское право Российской Федерации: учебник/отв. ред. Е. П. Губин, П. Г. Лахно. – М.: Норма, 2010. – 687с.

Семилютин Н. Г. Влияние законодательства США о рынке финансовых услуг на российскую практику// Право и экономика. – 2000. – № 2. – С. 50–57.

Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. – West, 2009. – 415 p.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. What Works in Securities Laws? [Electronic resource]//Tuck School of Business Working Paper. -2003. – URL: <http://ssrn.com/abstract=425880>. – 40 p.

Дополнительная литература

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

Зенькович Е. В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование/науч. ред. Л. Л. Попов. – М.: Волтере Клувер, 2007. – 295 с. Кротов Н., Никульшин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. – М.: Экономическая летопись, 2007. – 504с.

Предпринимательское право России: учебник/В. С. Белых, Г. Э. Берсункаев, С. И. Виниченко; отв. ред. В. С. Белых. – М.: Проспект, 2009. – 649 с.

Комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (постатейный)/Ю. Н. Распутный, Н. А. Горбачева, Ж. В. Никитина, Н. И. Гарганджия, Д. А. Вавулин, А. С. Емельянов. – М.: Деловой двор, 2009. – 448 с.

Реформа системы регулирования и надзора на финансовом рынке. Дискуссионный материал НАУФОР [Электронный ресурс]/Официальный сайт НАУФОР – 2012. – URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=10116>.

Сергеев В. В. Законодательное обеспечение рынка ценных бумаг в условиях модернизации рыночной экономики (с заседания Комиссии по законодательству в сфере деятельности кредитных организаций и финансовых рынков Ассоциации юристов России) // Банковское право. – 2011. – № 4.

Brummer C. Post-american securities regulation [Electronic resource]//California Law Review. – 2010. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1441508>. – 67p.

Principles-based regulation: focusing on the outcomes that matter [Electronic resource], – FSA, 2007. – URL: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>. – 26p.

Глава 5

Ценные бумаги, производные финансовые инструменты и их виды

Теория ценных бумаг не в меньшей, а, быть может, в большей степени, чем другие области цивилистики, представляет собой почву, на которой выросли многочисленные и, порой, причудливые конструкции, оторванные от той практической цели, которая поставлена в этой области юридической науке и законодательству.

М. М. Агарков «Учение о ценных бумагах», 1927 год

- 1. Понятие и основания классификации ценных бумаг.**
- 2. Корпоративные ценные бумаги.**
- 3. Государственные и муниципальные ценные бумаги.**
- 4. Производные финансовые инструменты.**

Глоссарий

Эмиссионная ценная бумага — любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: 1) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению; 2) размещается выпусками; 3) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по определенной цене.

Российская депозитарная расписка — именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество представляемых ценных бумаг (акций или облигаций иностранного эмитента либо ценных бумаг иного иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении акций или облигаций иностранного эмитента) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. В случае если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, указанная ценная бумага удостоверяет также право ее владельца требовать надлежащего выполнения этих обязанностей.

Секьюритизация — трансформация неликвидных активов в ценные бумаги, выступающая способом наделения оборотоспособностью бумаг, ранее такого свойства не имевших.

Финансовый инструмент — ценная бумага или производный финансовый инструмент.

5.1. Понятие и основания классификации ценных бумаг

Как уже отмечалось ранее, предметом курса «Правовое регулирование рынка ценных бумаг» не является детальное изучение самих ценных бумаг. Исследование данного вопроса осуществляется лишь в связи с необходимостью анализа особенностей совершения сделок, предметом которых являются ценные бумаги, специфики осуществления регулирующего воздействия государства на рынок, взаимоотношений между участниками рынка. При этом главный интерес представляют именно эмиссионные ценные бумаги как основа функционирования современного рынка ценных бумаг. В этой связи в настоящем исследовании основное внимание будет уделено, прежде всего, данной разновидности ценных бумаг. Кроме того, под категорией «ценные бумаги» будут пониматься, в основном, эмиссионные ценные бумаги. Также в настоящей главе будут рассмотрены и производные финансовые инструменты, которые не являются ценными бумагами.

В современной литературе большое внимание уделяется именно вопросам теории ценных бумаг. При этом многие исследователи выделяют различные проблемы в рассматриваемой сфере. Например, **профессор В. А. Белов** пишет, что «пресловутая „распространенность“ ценных бумаг в современной отечественной хозяйственной практике в действительности принадлежит к категории так называемых пустых понятий. Она ничуть не более реальна, чем сон или мираж. Традиционные наименования ценных бумаг (акции, облигации, векселя, чеки, варранты, закладные и т. д.) ныне используются в лучшем случае для обозначения хозяйственных (экономических) инструментов, имеющих определенное социально-функциональное сходство с ценными бумагами в экономическом значении этого слова. А вот основные положения общей юридической (гражданско-правовой) теории ценных бумаг, выстраданные в течение полутора веков континентальной наукой, предпринимательской практикой обычно вовсе не замечаются, а правоприменительной (судебно-арбитражной) практикой порою искажаются так, что предстают своей противоположностью. Если поставить целью отыскать ту область юридической науки, достижения которой используются практикой в самой минимальной степени, то у теории ценных бумаг пожалуй, и вовсе не найдется достойных „соперников“. То внимание, которое вроде бы и уделяется юридическому институту ценных бумаг законодателями, чиновниками, судьями, юристами-практиками и учеными, в действительности оказывается сосредоточенным совсем на иных в юридическом отношении институтах и конструкциях, то есть в значительной степени обесмысливается собственной бессодержательностью либо беспредметностью. Настоящую ценность теория ценных бумаг сохраняет лишь в собственно научной сфере — в области „чистой цивилистики“»³⁵².

Правда, в специальной литературе существует и точка зрения, выраженная **Д. И. Степановым**. Согласно ей, «ситуация, которая сложилась в российской академической науке с „классической теорией ценных бумаг“,

³⁵² Белов В. А. Современное состояние и перспективы развития цивилистической теории ценных бумаг//Вестник гражданского права. 2010. № 4. URL: <http://base.con-sultant.ru>. (Доступ ограничен).

представляет собой пример именно замыкания науки в самой себе: в то время как оборот вынужден наугад развиваться сам по себе, лишенный серьезной научной базы в лице ученых, способных оперативно предлагать (причем наперед, а не по прошествии десятилетий) решения тех или иных практических задач, наука в очередной раз занимается сдуванием пыли с юридических древностей, <...> разбирая, что на самом деле имел в виду тот или иной немецкий корифей, когда он писал свои работы в конце XIX века. В такой ситуации оборот вынужден руководствоваться каким-то интуитивным, наспех составленным знанием, наитием, основанным на чрезвычайно грубом понимании того, что верно, а что нет»³⁵³.

На современном этапе определение понятия и сущности правовой категории «ценная бумага» все еще остается одной из дискуссионных проблем теории права. Даже спустя век не теряет актуальности высказанное профессором императорского Новороссийского университета **А. Ф. Федоровым** в связи с этим замечание: «...понятие ценных бумаг как в торговой, так и в правовой среде еще не установилось»³⁵⁴.

Легальный подход к формулировке понятия ценной бумаги в наше время также характеризуется противоречивостью определений, содержащихся в различных нормативных актах.

Так, согласно п. 1 ст. 142 ГК РФ, *ценной бумагой* является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

В указанное понятие не вписывается определение эмиссионных ценных бумаг, содержащееся в Законе о рынке ценных бумаг, в соответствии с которым эмиссионная ценная бумага – это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Законом о рынке ценных бумаг формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги (ст. 2 Закона).

Из сравнения приведенных юридических норм видно, что если Гражданский кодекс отражает позицию об удостоверении ценными бумагами только **имущественных прав** (например, в случае с акциями – право на дивиденд), то Закон о рынке ценных бумаг добавляет к их числу и **неимущественные права** (например, применительно к тем же акциям, право на информацию о деятельности общества).

Наличие нормативных противоречий во многом привело к различному пониманию прав, удостоверяемых ценными бумагами. Многие исследователи признают существование наряду с имущественными правами неимущественных³⁵⁵. В то же время, как отмечает Г. Н. Шевченко, ценная бумага может удостоверять либо имущественные права, либо имущественные и связанные с ними неимущественные права, но не может удостоверять только

³⁵³ Степанов Д. И. О теории ценных бумаг в России и о теории понятий вообще. Размышления о востребованности догматических построений//Вестник гражданского права. 2010. № 4. URL: <http://base.consultant.ru>. (Доступ ограничен).

³⁵⁴ Федоров А. Ф. Торговое право. Одесса, 1911. С. 566.

³⁵⁵ См., например: Метелева Ю. А. Правовое положение акционера в акционерном обществе. М., 1999. С. 133–177; Долинская В. В. Акционерное право: основные положения и тенденции. М.: Волтере Клувер, 2006. С. 251; Григорьев Д. В. Гражданско-правовые аспекты правового регулирования рынка ценных бумаг: автореф.... дис. канд. юрид. наук. М., 2008. С. 11.

неимущественные права, так как она участвует в имущественном обороте и обладает качеством обращаемости³⁵⁶.

Очевидно, что ситуация с имеющимися в законодательстве противоречивыми подходами к определению ценных бумаг недопустима и нуждается в корректировке. При этом некоторые авторы не только выступают за то, чтобы рассматривать эмиссионные ценные бумаги как самостоятельное понятие, по существу отличное от термина «ценные бумаги», но и предлагают ввести их альтернативное обозначение: инвестиции, фондовые ценности³⁵⁷.

Интересно воспоминание одного из авторов Закона о рынке ценных бумаг Д. Ю. Будакова, который в период работы над законопроектом возглавлял управление ценных бумаг Центрального Банка. По его словам, причина закрепления хорошо известной формулировки понятия эмиссионной ценной бумаги была вызвана необходимостью защитить участников рынка от недобросовестных эмитентов (например, банков «Тибет» и «Горный Алтай»), Проблема заключалась в том, что «юридически они оформляли документы максимально тщательно, выпуская не акции <...>, а практически собственные деньги, которые не требовали в то время регистрации! Именно поэтому в будущем законе впервые появилось понятие „эмиссионная ценная бумага“. После чего стало неважным, что ты выпускаешь, если бумага имеет три определенных в законе признака, то она признается ценной бумагой и требует регистрации»³⁵⁸. **Спорным представляется также принцип признания в качестве ценной бумаги любого финансового инструмента на основании указания закона.**

Данный принцип основывается на положении ст. 143 ГК РФ, согласно которому к ценным бумагам могут быть отнесены любые документы. Причем это происходит либо в связи с **прямым упоминанием в законе**, либо на основании **соблюдения установленного в законодательстве порядка** отнесения к числу ценных бумаг. В последнем случае положение ГК раскрыто в Законе о рынке ценных бумаг, который относит к числу полномочий ФСФР **право квалифицировать ценные бумаги** (п. 2 ст. 44)³⁵⁹.

Таким образом, сложившаяся ситуация привела к возможности неограниченного усмотрения законодателя в процессе отнесения к ценным бумагам того или иного документа. Кроме того, нельзя принять и ситуацию, когда порядок признания в качестве ценной бумаги устанавливается на уровне подзаконного акта.

³⁵⁶ Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. М.: Статут, 2006. 271с. Электрон, верев, печат. публ. URL: <http://base.consultant.ru>. (Доступ ограничен).

³⁵⁷ Пенцов Д. А. Понятие «security» по законодательству Соединенных Штатов Америки: дис.... канд. юрид. наук. СПб., 1999. С. 12.

³⁵⁸ Кротов Н., Никулынин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. В 2-х кн. Кн. 1. М.: Экономическая летопись, 2007. С. 105.

³⁵⁹ Кстати, порядок квалификации ценных бумаг также устанавливается ФСФР, с чем нельзя согласиться, ведь в таком случае ощутимо возрастает ничем не ограниченные возможности одного государственного органа, увеличивается риск ошибки и иных негативных явлений (Приказ ФСФР РФ от 23 октября 2007 года № 07-105/ пз-н «Об утверждении Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг»).



Правовое регулирование понятия ценной бумаги довольно остро критикуется **проф. В. А. Беловым**. В частности, исследователь отмечает, что «ее связь с правом не идет дальше уровня декларативного (самого вульгарного и дешевого) позитивизма (нормативизма): ценными бумагами являются те субстанции, которые таковыми объявил закон (ст. 143 ГК РФ). Если закон сказал, что, к примеру, акция или инвестиционный пай – это ценные бумаги, то, значит, так оно и есть, даже если по своим имманентным свойствам они и не отвечали бы ни одному из положительных признаков юридического понятия ценной бумаги. И наоборот: даже если тот или иной юридический инструмент вполне подпадает под общее родовое понятие ценной бумаги в гражданско-правовом смысле, но не назван ценной бумагой в законе (например, рентные облигации или лотерейные билеты), то он и не является таковой»³⁶⁰.

Выходом из сложившейся ситуации может стать исключение из действующего законодательства указания на возможность установления ценных бумаг законами о ценных бумагах, а также уточнение процедуры квалификации ценных бумаг³⁶¹.

³⁶⁰ Белов В. А. Современное состояние и перспективы развития цивилистической теории ценных бумаг//Вестник гражданского права. 2010. № 4. URL: <http://base.con-sultant.ru>. (Доступ ограничен).

³⁶¹ См. подробнее: Концепция развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках (проект)//Вестник гражданского права. 2009. № 2. URL: <http://base.consultant.ru>. (Доступ ограничен).

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.