



Юрий Туктаров
старший юрист, «Линия права»

ПРИРОДА ПРАВ ИНВЕСТОРОВ В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ НА КОЛЛЕКТИВНОМ СЧЕТЕ НОМИНАЛЬНОГО ДЕРЖАТЕЛЯ

Во многих странах счета номинального держателя делятся на индивидуальные и коллективные. Особенность последних заключается в том, что на них объединяются ценные бумаги различных клиентов номинального держателя. В законе «О рынке ценных бумаг» указанное деление счетов номинального держателя не проводится, но косвенно закрепляется в абз. 6 п. 2 ст. 8. Отсутствие со стороны законодателя внимания к коллективным счетам номинального держателя выливается в неопределенность вопроса о природе прав, принадлежащих инвесторам в отношении ценных бумаг на таких счетах.

КОЛЛЕКТИВНЫЙ СЧЕТ

Закон «О рынке ценных бумаг» предусматривает, что «операции с ценными бумагами между владельцами ценных бумаг одного номинального держателя ценных бумаг не отражаются у держателя реестра или депозитария, клиентом которого он является» (абз. 6 п. 2 ст. 8). Во-первых, такое указание является косвенным признанием института коллективных счетов: из приведенной нормы следует, что при наличии у одного номинального держателя двух и более клиентов на счете номинального держателя в

реестре (или у депозитария) отражается только общее количество клиентских ценных бумаг. Например, если у номинального держателя имеются два клиента, владеющих 10 акциями каждый, то на его счете будет отражена только общая сумма акций, равная 20 акциям. Во-вторых, такое положение имеет глубокий экономический смысл, поскольку значительно уменьшает работу номинального держателя, ведь ему в таком случае не приходится совершать дополнительную работу, «отражая» операции с ценными бумагами своих клиентов у держателя реестра (или депозитария).

Такая норма не случайна, за ней стоит многолетняя история разработки мер, направленных на уменьшение «бумажных» издержек и рисков фондового рынка¹. Таким образом, коллективные счета номинального держателя — важнейший атрибут современного организованного рынка ценных бумаг.

Какие правовые проблемы возникают в связи с коллективным счетом номинального держателя? На этом счете отражаются ценные бумаги «по всей совокупности данных, без разбивки по отдельным клиентам» (п. 7.5 Положения о депозитарной деятельности № 36), т. е.

¹ Guttman E. Transfer of Securities: State and Federal Interaction // 12 Cardozo L. Rev. 1990—1991. P. 437; Hakes R. A. UCC Article 8: Will Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day? // 35 Loyola of Los Angeles L. R. 2002. P. 664; Mooney Ch. W. Beyond Negotiability: A New Model For Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries // Cardozo Law Rev. 1990. P. 311.

неперсонализированно. Помимо этого, учет ценных бумаг на коллективном счете номинального держателя осуществляется «без указания их индивидуальных признаков» (п. 11.6 Положения № 36), что, безусловно, приводит к смешению ценных бумаг различных клиентов и утрате такими бумагами индивидуальности. Как следствие, клиент не может отличить свои ценные бумаги от ценных бумаг других клиентов этого же номинального держателя. Отсюда возникает проблема регламентации прав инвесторов в отношении ценных бумаг, находящихся на коллективном счете номинального держателя, ведь вести речь об индивидуальной собственности уже не представляется возможным.

КАЛЕЙДОСКОП ПРАВОВЫХ РЕШЕНИЙ²

Анализ зарубежного законодательства показал, что в отношении ценных бумаг за клиентами закрепляется одно из 4 прав: договорное, общей собственности, индивидуальной собственности, *sui generis*, именуемое «ценнобумажным правонаделением».

1. Договорное право. За инвестором может признаваться договорное требование к номинальному держателю о передаче определенного количества ценных бумаг данного выпуска. В этом смысле депозит ценных бумаг имеет большое сходство с депозитом денег в банке, к которому существует только договорное требование клиента о возврате соответствующей суммы денег. В такой ситуации депозитарий рассматривается как собственник ценных бумаг, которые фактически находятся у него (предъявительские бумаги) или зарегистрированы на его имя в реестре владельцев ценных бумаг (именные инструменты). При этом возникают две проблемы:

а) если клиент депозитария не является собственником ценных бумаг, а только имеет право требовать их передачи, то такой клиент лишается возможности осуществлять права из бумаги (например, права голосовать по акциям, получать дивиденды);

б) если клиент обладает лишь договорным требованием, то, в отличие от собственника имущества, находящегося у депозитария, он попадает в число конкурсных кредиторов.

Такие недостатки признания за клиентами договорного права противоречат интересам инвесторов, а потому подталкивают законодателей к совершенно

удивительным с точки зрения систематики гражданского законодательства приемам. В некоторых правопорядках, например во Франции, прямо в законе закрепляются обязанности депозитария осуществлять права из бумаги в интересах своих клиентов, а на случай банкротства предусматривается, что ценные бумаги соответствующих клиентов переводятся в другой депозитарий и таким образом защищаются от последствий банкротства.

2. Общая собственность. Такое правовое решение является наиболее распространенным и популярным, в том числе из-за его «гармонии» с доктриной и законодательством гражданского права. Детали регламентации права инвестора в отношении обособленного на коллективном счете пула ценных бумаг могут различаться от одной страны к другой. В частности, режим общей собственности может быть либо создан специальным законодательством или вытекать из общих положений права, либо предусматривать действие общей собственности в отношении действительно обособленного пула смешанных ценных бумаг или мысленно пула таких ценных бумаг.

В Германии Закон о депозитарии проводит различие между индивидуальной собственностью в случае обособленного (отдельного) хранения ценных бумаг и общей собственностью в случае хранения коллективного имущества (смешанных ценных бумаг). В последнем случае прямо в Законе за инвесторами в отношении ценных бумаг признается общая собственность. В Испании также в законе закреплена норма, согласно которой инвестор — держатель дематериализованных именных ценных бумаг рассматривается как имеющий долю в общем праве собственности на пул заменимых (неиндивидуализированных) ценных бумаг. Отличие этих правопорядков состоит в том, что первый поступает теоретически более корректно. Дело в том, что в современном гражданском праве собственность признается вещным правом (его объектом могут быть только вещи). Руководствуясь этим принципом, германский законодатель не ввел институт бездокументарных ценных бумаг и говорит об общей собственности в отношении сертификатов ценных бумаг, которые признаются вещами. Между тем испанский законодатель идет на нарушение вещной концепции права собственности и объектом собственности называет бездокументарные ценные бумаги, которые являются права-

ми особого рода, но не вещами. С практической точки зрения оба правопорядка получают один и тот же крайне важный результат: словами о «собственности» они исключают ценные бумаги из конкурсной массы номинального держателя (депозитария).

В Бельгии и Люксембурге права инвесторов на ценные бумаги признаются как вещные права в отношении воображаемого пула ценных бумаг. В этой конструкции то, что, по своей сути, должно рассматриваться в качестве договорного требования, в силу закона получило преобразование в право общей собственности на ценные бумаги. Поскольку это право не зависит от действительного нахождения пула ценных бумаг, такие бумаги рассматриваются чисто умозрительно, хотя право инвесторов является вещным правом.

3. Индивидуальная собственность. Другой ответ проблеме прав клиентов может состоять в закреплении правовой конструкции, которая обеспечит такое положение, что, несмотря на смешение ценных бумаг, вещные права продолжали бы существовать. Так, в Бразилии было принято, что депозит ценных бумаг, даже на смешанной основе, является «регулярным» (обычным) депозитом и общей собственности, как это обычно происходит в случае хранения с обезличением, не возникает. Бразильское право, таким образом, прямо устанавливает правовую фикцию в отношении возможности идентифицировать определенные ценные бумаги, которая имеет эффект обеспечения того, что на случай неисправности их посредника или других посредников вверх по цепочке инвесторы не могут потерять свои «вещные права» в отношении ценных бумаг.

4. «Ценнобумажное правонаделение.» В США Едиобразный торговый кодекс представил инновационный подход к ценным бумагам, держание которых осуществляется через номинального держателя (посредника). Наиболее значительной новацией стало введение в ЕТК 1994 г. концепции «ценнобумажного правонаделения» (*securities entitlement*). Сущность изменений ст. 8 заключалась в том, что сначала необходимо описать, а затем дать этому название. При подготовке ст. 8 необходимо было определить, какой функциональной характеристикой должно обладать регулирование прав инвесторов при держании ценных бумаг через номинального держателя (посредника). Разработчики поставили перед собой вопрос:

² Potok R., Morton G. General introduction: legal nature of interests in indirectly held securities and resulting conflict of law analysis // Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, London. P. 21–22.

что означает фраза «лицо владеет ценной бумагой через номинального держателя (посредника)»?

Определено, что инвестор в таком случае обладает «пакетом» прав и обязанностей, которые обуславливают отношения между посредником и инвестором (пп. 8-503—8-508 ЕТК). Описав пакет прав клиента депозитария, закон затем дает этому пакету наименование «ценнобумажное правонаделение». Профессор Роджерс следующим образом определяет «ценнобумажное правонаделение»: это «пакет тех прав, которые принадлежат лицу, владеющему ценными бумагами через посредника, и действуют в отношении этого посредника и его имущества». Кроме того, он добавляет, что «ценнобумажное правонаделение не является требованием в отношении определенной вещи, способной к идентификации», «скорее всего, фундаментальный принцип норм об опосредованном держании таков, что на посреднике лежит обязанность следить за тем, чтобы его клиент получал все экономические и корпоративные выгоды, которые вытекают из ценной бумаги, следовательно, инвестор имеет право требовать от посредника исполнения обязательств»³.

Американский подход имеет два заметных достоинства:

1) специальный статус «ценнобумажного правонаделения» снимает вопрос о соблюдении систематики гражданского права, когда можно компоновать правовые концепции, принадлежащие различным отделам гражданского права (например, о собственности, договорах);

2) специальный термин «ценнобумажное правонаделение» подает сигнал для инвесторов, которым в таком случае не обязательно быть юристами, чтобы понять особую природу и риски их приобретения⁴.

ПРОБЕЛЫ РОССИЙСКОГО ПРАВА

Согласно закону «О рынке ценных бумаг» «перерегистрация ценных бумаг на имя номинального держателя не влечет за собой переход права собственности и/или иного вещного права на ценные бумаги к последнему» (абз. 5 п. 2 ст. 8). Приведенная норма прямо указывает на то, что в случае держания ценных бумаг через номинального держателя ценные бумаги ос-

таются в собственности инвесторов. Итак, концептуально закон «О рынке ценных бумаг» склонен рассматривать права инвесторов в отношении ценных бумаг в качестве прав собственности и при этом исходит из «собственнического» подхода.

Кроме того, особенность закона «О рынке ценных бумаг» состоит в том, что он не содержит легального деления счетов номинального держателя на индивидуальные и коллективные⁵. Между тем из абз. 6 п. 2 ст. 8 можно сделать вывод, что счет номинального держателя может быть или индивидуальным, или коллективным в силу факта, т. е. в зависимости от существующего на данный момент реального количества клиентов у одного номинального держателя. При таком положении ситуация с одним клиентом представляется совершенно ясной: такой клиент рассматривается индивидуальным собственником ценных бумаг. Гораздо сложнее обстоит дело с коллективным счетом, поскольку в праве, когда нет возможности точно определить объект, признается невозможность существования индивидуальной собственности. При этом закон «О рынке ценных бумаг» никакого решения на этот счет не содержит. Можно ли определить природу прав клиентов в отношении ценных бумаг на коллективном счете номинального держателя из общего гражданского законодательства?

ГК РФ устанавливается, что общая долевая собственность в отношении делимых вещей возникает в случае, если это предусмотрено законом или договором (п. 4 ст. 255). Закон «О рынке ценных бумаг» не предусматривает нормы о возникновении общей собственности, и применению подлежат иные нормы гражданского законодательства по аналогии (ст. 6 ГК РФ). Отношения по коллективному счету номинального держателя имеют схожие черты с отношениями, которые вытекают из договора хранения с обезличением (ст. 890 ГК РФ). Согласно этому договору «принятые на хранение вещи одного поклажателя могут смешиваться с вещами того же рода и качества других поклажателей» (например, хранение пшеницы на зернохранилище). Однако, несмотря на то что указанные ситуации имеют очевидное сходство, регулирующее ситуации законодательство обладает одним и тем же недостатком: оно не предусматривает, каким правом обладают

клиенты номинального держателя (поклажателя по хранению с обезличением) в отношении ценных бумаг (поклажи).

Помимо этого, неясность увеличивает тот факт, что старый ГК РСФСР 1964 г. предусматривал возникновение общей собственности: «на вещи, определенные родовыми признаками, сданные на хранение несколькими лицами, устанавливается общая собственность сдавших вещи на хранение в соответствии с количеством сданных им вещей» (ст. 432). Коль скоро при создании нового ГК РФ эту норму исключили, из этого может быть сделан вывод, что у поклажателей вместо общей собственности возникает договорное требование о возврате вещей «того же рода и качества». Интрига в данном случае заключается в том, что еще со времен римского права в юридической литературе повсеместно признается, что у поклажателей по договору хранения с обезличением возникает общая собственность. В настоящее время чрезвычайно трудно оценить, как поступит суд в конкретной ситуации.

Кроме хранения с обезличением, сходством с ситуацией нахождения ценных бумаг на коллективном счете номинального держателя обладает и возможность объединения в рамках доверительного управления ценных бумаг, переданных разными лицами (ст. 1025 ч. 1 ГК РФ). Однако и в этом случае законодатель не определяет природу прав лиц в отношении ценных бумаг, объединенных у доверительного управляющего и смешанных в результате учета без индивидуализирующих признаков.

Таким образом, все приведенные выше попытки использовать общие гражданские конструкции не привели к какому-либо успеху и оставляют нас в неопределенности о природе прав клиента в отношении ценных бумаг, находящихся на коллективном счете номинального держателя. Практическое последствие этого, в частности, состоит в возникновении угрозы лишения инвесторов защиты от риска банкротства номинального держателя, в том числе со ссылкой на то, что клиенты по коллективному счету обладают лишь обязательственным правом, поскольку:

- а) ценные бумаги на этом счете смешанные (утратили индивидуальность);
- б) общая собственность для такого случая законом не предусмотрена.

³ Rogers P. Policy Perspective on Revised UCC Article 8 // 43 UCLA L. Rev. P. 1456—1457 (1996).

⁴ Idem. Ibid. P. 1458.

⁵ Например, Закон Франции № 2001-420 от 15 мая 2001 г. о ценных бумагах, которые принадлежат иностранцам и допущены к торговле на организованном рынке, предусматривает регистрацию посредника путем открытия на его имя «коллективных счетов или нескольких индивидуальных счетов, каждый из которых соответствует одному собственнику».

Для предотвращения такого губительного для фондового рынка поворота событий представляется целесообразным в законе «О рынке ценных бумаг» закрепить норму о возникновении у клиентов общей собственности на соответствующие ценные бумаги.

Другой аспект регламентации прав клиентов в отношении ценных бумаг на коллективном счете связан с проблемой определения принципа распределения ценных бумаг между клиентами в случае недостаточности ценных бумаг на коллективном счете номинального держателя. По тем или иным причинам (ошибка, обман, мошенничество) количество ценных бумаг на счете номинального держателя может оказаться меньше того количества, которое в совокупности находится на счетах депо клиентов этого номинального держателя. Оба американских кризиса фондового рынка (конца 1960-х и конца 1980-х годов) четко показали, что именно этот вопрос обладает чрезвычайно важным значением, поскольку от него зависит, получит ли рядовой инвестор в случае неприятностей с его номинальным держателем все или часть своих ценных бумаг.

Закон «О рынке ценных бумаг» не содержит упоминания о самой возможности недостаточности ценных бумаг на счете номинального держателя, а соответственно не предусматривает и порядка их распределения в такой ситуации. Положение дела никак не исправляет и ст. 890 ГК РФ, которая также не содержит регулирования на случай недостаточности вещей при хранении с обезличением. Хотя ГК РСФСР 1964 г. такой порядок закреплял и предусматривал, что вещи подлежат распределению пропорционально долям поклажедателей в общем имуществе, переданном на хранение с обезличением (принцип *pro rata*). Например, согласно этому порядку если у клиентов А и Б на счетах депо находятся по 40 и 60 акций, а на счете номинального держателя всего 100 оказалось всего 50 акций, то соответственно им должны быть переданы 20 и 30 акций соответственно.

При отсутствии законодательного решения на какое решение можно рассчитывать в суде? Статья 890 ГК РФ часто используется в Северо-Кавказском округе, где получило распространение заключение договоров хранения с обезличением. Анализ практики этого округа показывает, что за время действия ст. 890 ГК РФ (с 1996 г.) данная практика успела

поменять свою позицию дважды. Первоначально неполнота этой статьи восполнялась прежде действующей ст. 432 ГК РСФСР 1964 г., на основании которой суды «выясняли общее количество сахара, хранившегося на дату совершения хищения на складе ответчика, определяли долю истца в праве собственности на похищенную продукцию, после чего устанавливали ответственность хранителя за утрату вещи применительно к доле истца в общем праве собственности»⁶. То есть применялся пропорциональный порядок распределения имущества.

Однако впоследствии правовая позиция арбитражных судов Северо-Кавказского округа сменилась на применение хронологического порядка, который в принципе соответствует договорному характеру отношений сторон. В Обобщении судебной практики за первое полугодие 2002 г. указывается, что с учетом обезличения хранения более приемлемым признается, если хранитель будет «выдавать товар поклажедателям в порядке обращения до тех пор, пока имеется товар в наличии; «опоздавшие» поклажедатели могут рассчитывать на возмещение убытков»⁷.

В будущем для случаев недостаточности ценных бумаг представляется целесообразным в законе «О рынке ценных бумаг» закрепить пропорциональный порядок распределения ценных бумаг, который снизит вероятность злоупотребления номинального держателя, а также защитит всех инвесторов, в чем видится его некоторая справедливость. В пользу такого порядка говорит и международная практика, которая отражена в проекте Конвенции УНИДРУА, где в ст. 7 (2) предусматривается, что «дефицит ценных бумаг для всех целей (в том числе банкротство посредника) должен означать как относящийся к держателям счета пропорционально числу или количеству ценных бумаг, кредитованных на их счетах». Более того, прямо указывается, что при распределении ценных бумаг не принимается во внимание, во-первых, происхождение или какие-либо предшествующие сделки с ценными бумагами, держание которых осуществляется через посредника; во-вторых, порядок или время, в течение которого ценные бумаги были зачислены на счет в порядке его кредитования или дебитования (ст. 7 (3)).

До тех же пор, пока в закон «О рынке ценных бумаг» не внесены соответствующие изменения, на практике представляется желательным в условия осуществления депозитарной деятельности вносить поло-

жение, согласно которому при недостаточности ценных бумаг на счете номинального держателя клиенты могут рассчитывать на пропорциональное распределение соответствующих ценных бумаг. Такое положение со ссылкой на абз. 2 п. 4 ст. 255 ГК РФ способно внести большую ясность в отношении коллективного счета номинального держателя и послужить основанием для применения принципа пропорционального распределения соответствующих ценных бумаг.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Настоящая статья ставит вопрос о необходимости регламентировать отношения по поводу ценных бумаг, которые находятся на коллективном счете номинального держателя. Предлагается закрепить в законе «О рынке ценных бумаг»:

- 1) право клиентов одного номинального держателя общей собственности в отношении ценных бумаг, находящихся на счете этого номинального держателя;
- 2) в случае недостаточности ценных бумаг на счете номинального держателя ценные бумаги подлежат пропорциональному распределению между клиентами. ■

E-mail автора: tuktarov@lp.ru

⁶ Федеральный арбитражный суд Северо-Кавказского округа. Обобщение по договорам подряда за второе полугодие 1997 г. и января 1998 г. // Консультант-плюс.

⁷ Федеральный арбитражный суд Северо-Кавказского округа. Обзор за второе полугодие 2002 г. // Консультант-плюс.