

М.Н. Клевченкова

*Старший преподаватель
кафедры международного
частного права
факультета права
Государственного
университета —
Высшей школы
экономики*

Международный оборот ценных бумаг: частноправовые аспекты¹

Современный этап развития международного финансового рынка характеризуется возрастанием роли и значения обращения ценных бумаг. Рынок ценных бумаг — это составная часть экономики любой страны. Являясь одним из сегментов финансового рынка, наряду с валютным и денежным рынком ссудных капиталов, рынок ценных бумаг (фондовый рынок), в свою очередь, складывается из первичного и вторичного. На первичном рынке осуществляется эмиссия государственных и муниципальных облигаций, акций и облигаций, выпускаемых различными акционерными компаниями. Вторичный рынок ценных бумаг представляет собой организованную (фондовая биржа) и свободную куплю-продажу ценных бумаг. Организованный рынок требует, чтобы предлагаемые на продажу ценные бумаги проходили специальную регистрацию (листинг) и соответствовали набору дополнительных условий. Подавляющая часть средних и крупных корпораций, которые не котировают свои ценные бумаги на фондовых биржах, чаще всего прибегают к помощи брокерско-дилерских фирм, осуществляющих торговлю ценными бумагами с использованием современных систем связи. Инвесторами на первичном и вторичном рынках выступают коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, пенсионные фонды, взаимные и благотворительные фонды (институциональные инвесторы), а также частные лица (индивидуальные инвесторы), приобретающие непосредственно или с помощью биржевых фирм и инвестиционных банков акции и облигации.

В научной литературе встречается деление рынков ценных бумаг на следующие виды: международные, региональные, национальные, рынки конкретных ценных бумаг (акции, облигации, чеки и т.п.), рынки государственных и корпоративных ценных бумаг, рынки первичных и производных ценных бумаг.

Возможность обратимости ценных бумаг, т.е. возможность для держателя в любой момент обратить их в деньги, в значительной степени зависит от ликвидности рынка. Эта ликвидность тем выше, чем больше актов купли-продажи совершается с ценными бумагами. В последние годы наблюдается стремительный рост вложений активов в ценные бумаги. Тенденция роста значения рынка ценных бумаг в экономике, более активного использования инструментов этого рынка многими субъектами, получила название «секьюритизация» («оценнобумаживание»).

При непосредственном держании ценных бумаг все данные, связанные с принадлежностью ценных бумаг определенным владельцам, фиксируются в некой

¹ Настоящее исследование поддержано Научным фондом ГУ ВШЭ (грант № 08-04-0018 в рамках проекта «Учитель — Ученики» 2008—2009 гг. «Современные инструменты финансирования в международном обороте: вексель, факторинг, секьюритизация (частноправовые аспекты)).

первичной книге обязанного по ценным бумагам лица (в реестре ценных бумаг или записях по счетам депо в головном учетном депозитарии). Права на ценные бумаги (соответственно права из ценных бумаг) могут переходить путем совершения записей по лицевым счетам в системе ведения одного реестра владельцев ценных бумаг либо по счетам депо в рамках одного депозитария.

При опосредованной системе держания ценных бумаг (депозитарной системе трансферта — *depository system of securities transfer*) в первичной книге появляется фигура посредника (депозитария или брокера). Ему открывается счет номинального держателя в реестре владельцев ценных бумаг (при учете прав на ценные бумаги в таком реестре) либо в другом депозитарии (если права на ценные бумаги не учитываются в системе ведения реестра, но учитываются в головном учетном депозитарии). За посредником записывается некоторое количество ценных бумаг. Кто конкретно является владельцем этих ценных бумаг, как правило, можно узнать лишь исходя из данных, содержащихся в книгах (записях по счетам ценных бумаг или счетам депо) посредника. За счетом одного номинального держателя в первичной книге может скрываться «цепочка», «каскад» номинальных держателей, учитывающих права на ценные бумаги в своих книгах. В таком случае говорят о многоуровневом держании ценных бумаг.

Совершением записи по счетам депо в депозитарном учете посредника (либо со счета депо в депозитарном учете посредника) на лицевой счет в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг (или на счет депо в другом депозитарии) осуществляется переход прав на ценные бумаги от одного лица к другому (переходят и права из ценной бумаги)².

Депозитарии являются неотъемлемым элементом инфраструктуры фондового рынка. Первые депозитарии возникли с целью ускорения расчетов на организованных рынках ценных бумаг, где профессиональные участники рынка постоянно совершали сделки между собой и где требования к оперативности регистрации смены собственника и эффективности этой процедуры были особенно высоки. Клиенты депонировали сертификаты в биржевом депозитарии, а смена собственника отражалась на счетах, предназначенных для учета ценных бумаг (счетах депо). При этом отпадала необходимость в переоформлении сертификатов ценных бумаг, которые были выписаны на депозитарий, и продолжали находиться в его хранилище. Таким образом, расчеты по ценным бумагам стали безличными и свелись к внесению изменений в счета депо, что в значительной степени уменьшило риск ликвидности ценных бумаг (*pipeline liquidity or illiquidity risk*).

В современных условиях эмитент ценных бумаг, как правило, выбирает («аккредитует») только один депозитарий, который будет подтверждать перед ним права лиц, закрепленные в ценных бумагах. Такой депозитарий можно условно называть «головным регистрирующим депозитарием». В терминологии текущего российского законодательства такая разновидность депозитариев носит наименование регистраторов³.

Все виды услуг, так или иначе связанных с депозитарной деятельностью, в литературе условно разделяют на основные и дополнительные депозитарные услуги.

² Степанов Д.И. Защита прав владельца ценных бумаг, учитываемых записью на счете. М., 2004. С. 95—96.

³ Адамова К.Р. Депозитарные операции в кредитной организации: Экономические основы и международный опыт. М., 2003. С. 5.

К основным депозитарным услугам относят:

- расчеты по ценным бумагам (поставка ценных бумаг и денег по заключенным сделкам);
- хранение ценных бумаг;
- перерегистрацию прав на ценные бумаги;
- выплату доходов (получение и перечисление дивидендов и процентов, обеспечение поступлений клиентам доходов, распределяемых в иных формах, например, через представление опционов);
- корпоративные действия (получение и передача информации о событиях, происходящих в акционерном обществе, изменении его ценных бумаг, организация голосований на собраниях эмитентов ценных бумаг);
- конверсию валюты;
- удержание налогов;
- обслуживание денежных счетов;
- предоставление отчетности.

К дополнительным видам депозитарных услуг относят, в частности, кредитование ценными бумагами, клиринг (расчет взаимных обязательств сторон) по срочным инструментам (опционам, фьючерсам и др.), брокерские операции, обслуживание на срочном рынке, организацию обслуживания клиентов (администрирование) паевых инвестиционных и пенсионных фондов, доверительное управление активами⁴.

В большинстве развитых стран организована многоуровневая система депозитарного обслуживания. Высший уровень представлен центральным национальным депозитарием. Национальные центральные депозитарии существуют в большинстве развитых финансовых рынков мира, например, *Sicovam* во Франции, *SegaInterSettle (SIS)* в Швейцарии, *Depository Trust Company of New York (DTC)* в США. Низший уровень составляют так называемые клиентские депозитарии, оказывающие весьма широкий перечень розничных депозитарных услуг широкому кругу клиентов, а в современных условиях способные оказывать интегрированные банковские услуги.

В России депозитарная система не является централизованной, хотя определенные попытки создания центрального депозитария существуют. Сейчас на рынке депозитарных услуг лидерами являются четыре крупнейших депозитария: депозитарий РОСБАНКА, Национальный депозитарный центр, Депозитарно-клиринговая компания и Депозитарно-расчетный союз. Существует большое количество коммерческих банков, оказывающих депозитарные услуги своим клиентам; крупных специализированных депозитариев и реестродержателей⁵.

К числу международных центральных депозитариев относятся, например, *Clearstream Banking* в Люксембурге, *SegaInterSettle (SIS)* в Швейцарии и *Euroclear Bank* в Брюсселе. В литературе для обозначения этих структур используются английские названия — **Central Securities Depository (CSDs)** и **International Central Securities Depository (ICSDs)**. Роль международных центральных депозитариев особенно велика в обеспечении расчетного механизма поставки ценных бумаг против платежа *Delivery Versus Payment (DVP)*, при котором ценные бумаги обмениваются на соответствующее возмещение (ценные бумаги, деньги) одновременно путем проведения записи по счету. Этот механизм значительно уменьшает кредитный

⁴ Подробнее см.: *Адамова К.П.* Указ. соч. С. 5.

⁵ Там же. С. 3.

(компенсационный) риск, когда продавец поставляет ценные бумаги до получения оплаты или покупатель платит деньги, не получив взамен ценные бумаги.

Основные проблемы, возникающие на практике и активно обсуждаемые сегодня в зарубежной литературе, связаны с косвенным или опосредованным держанием ценных бумаг (*indirect holding system*). Опосредованное держание предполагает наличие одного или нескольких посредников между эмитентом и инвестором в противоположность прямой системе держания (*direct holding system*), когда эмитента и инвестора не разделяют посредники⁶. Термин «держание», используемый в англоязычной литературе, не имеет какого-либо специального значения в смысле противопоставления в цивилистике владения и держания. Держание, о котором речь применительно к ценным бумагам, учитываемым записью на счете в книгах обязанного лица (реестре владельцев ценных бумаг или депозитарии), может обозначать как владение и собственность, так и простое владение, в том числе и без титула. Применительно к опосредованному держанию ценных бумаг данный термин может обозначать именно держание в интересах иного лица⁷.

В практике большинства развитых государств при опосредованном держании большая часть государственных ценных бумаг, а также ценных бумаг частных компаний, оказывается иммобилизованной (обездвиженной) и частично дематериализованной в центральном национальном или центральном международном депозитарии. Дематериализация, иммобилизация (обездвижение) ценных бумаг являются звеньями одной цепи, элементами тенденции развития финансовых рынков, стремящихся минимизировать издержки, связанные с обращением ценных бумаг. Хозяйственный оборот постоянно стремится сократить время, необходимое для перехода прав на ценные бумаги. «Именно для этого оборот пожертвовал сначала документом (ценная бумага как бумага), затем распространил на все большее количество ценных бумаг правовой режим, фактически приравнявший их к бездокументарным ценным бумагам (предъявительские и именные документарные ценные бумаги с обязательным централизованным хранением, или обездвиженные ценные бумаги), наконец, он подошел к необходимости существенной перестройки системы учета прав на ценные бумаги (опосредованное держание ценных бумаг). При этом подобное движение наблюдается во всех без исключения правовых порядках, в которых получают развитие организованные рынки ценных бумаг»⁸.

Иммобилизация ценных бумаг при опосредованном держании достигается путем использования двух различных техник. В первом случае это *коллективное хранение*, когда ценные бумаги, выпущенные в документарной форме, в режиме (общего) заменяемого счета (*«omnibus account/fungible account»*)⁹ помещаются на

⁶ Кабатова Е. Коллизионное право и ценные бумаги. Гагская конвенция 2002 года о ценных бумагах // Хозяйство и право. 2006. № 3. С. 128.

⁷ Степанов Д.И. Указ. соч. С. 10.

⁸ Цит. по: Степанов Д.И. Указ. соч. С. 7—8.

⁹ В практике существуют две системы опосредованного держания ценных бумаг. При первой системе права инвесторов (клиентеллы) непосредственного (прямого) посредника, действующего в интересах своих инвесторов, учитываются на одном общем (заменяемом) счете ценных бумаг, часто называемым *«omnibus account/fungible account»*. Этот счет не содержит никакой информации о принадлежности таких прав конкретному инвестору. Права конкретного инвестора на ценные бумаги записываются (учитываются) только в книгах (регистрах) непосредственного посредника. При второй системе права определенного инвестора на ценные бумаги отражаются не только в книгах его непосредственного посредника, но и отдельно в книгах лица, учитывающего права непосредственного посредника (а также права инвесторов, в интересах которых действует посредник), на счете, называемом «незаменяемым/отслеживаемым» (*«non-fungible/traceable accounts»*).

хранение в депозитарии, которые могут хранить их самостоятельно или передать на хранение в центральные депозитарии. Во втором случае эмитент выпускает только один *глобальный сертификат*¹⁰, представляющий всю совокупность прав всех ценных бумаг этого выпуска.

При документарной форме выпуска предъявительских или именных ценных бумаг материальные носители, подтверждающие или представляющие ценные бумаги, хранятся в сейфах центральных депозитариев. Права индивидуальных владельцев (*individual holders*) на ценные бумаги или в отношении этих ценных бумаг могут удостоверяться и учитываться только в форме записи по счетам («*book-entry-only*», или *BEO*), ведущихся в депозитарии или у другого посредника. При бездокументарной форме все ценные бумаги соответствующего выпуска сразу же записываются в книги центрального депозитария на счета депо уполномоченных посредников, действующих в своем интересе или в интересах своих клиентов. При этом именные ценные бумаги, находящиеся в центральном депозитарии, регистрируются в реестре владельцев ценных бумаг на центральный депозитарий или на номинального держателя центрального депозитария (*nominee*)¹¹.

Таким образом, при опосредованном держании первый (высший) уровень представлен центральным международным и центральным национальным депозитариями ценных бумаг, в книгах которых (записями по счетам депо) иммобилизуются и группируются огромные блоки ценных бумаг различных эмитентов из разных государств. Следующий уровень представлен ограниченным количеством финансовых институтов, посредников, других профессиональных инвесторов, у которых существуют прямые договорные отношения с центральным депозитарием (участники центрального депозитария). Права на ценные бумаги *участников* центрального депозитария регистрируются на счетах депо, ведущихся в нем. В свою очередь его участники ведут счета ценных бумаг своих клиентов — институциональных инвесторов, частных лиц, других посредников до тех пор, пока индивидуальный инвестор не будет записан у своего непосредственного посредника в качестве владельца (собственника) ценных бумаг. В этом случае инвестор владеет ценными бумагами через цепочку посредников, которые связаны с центральным депозитарием ценных бумаг. Подавляющее число операций с ценными бумагами — передача в собственность ценных бумаг или установление ограниченных, в том числе обеспечительных прав — производится путем совершения проводок по счетам ценных бумаг (счетам депо). Ни виртуальной, ни материальной передачи ценных бумаг не происходит.

Если депозитарии и инвесторы находятся в разных странах, то возникает вопрос об определении права, применимого к отдельным аспектам сделок, совершаемых по указанию владельца счета ценных бумаг, которые учитываются (хранятся) в депозитарии, а также последствий таких сделок для третьих лиц¹².

¹⁰ В качестве примера можно привести *Eurobonds*, когда эмитент выпускает сертификат *global note* на предъявителя и помещает его в сейфы общего депозитария *common depository*, который действует по поручению международных центральных депозитариев, таких как Euroclear Bank и Clearstream Banking Luxembourg, которые в своих книгах (записях по счетам депо) отражают права клиентов на облигации соответствующего выпуска.

¹¹ В США в большинстве случаев в реестрах акционеров крупных компаний, акции которых котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, в качестве номинального акционера зарегистрирован единственный *nominee* DTC — компания CEDE&CO.

¹² Кабатова Е. Указ. соч. С. 128.

Процессы дематериализации и иммобилизации ценных бумаг у посредника, глобализация обращения ценных бумаг, значительное увеличение числа операций с ценными бумагами потребовали разработки новых подходов в правовом регулировании обращения ценных бумаг на национальном и на международном уровнях. Однако в большинстве стран, где существует современная система опосредованного держания, правовое регулирование обращения ценных бумаг (в том числе и коллизионное) продолжает основываться на классических традициях регулирования движимых материальных вещей.

Определение природы прав на ценные бумаги, учитываемые записью на счете, имеет принципиальное значение для наиболее адекватного коллизионного регулирования вопросов, связанных с трансграничным обращением таких ценных бумаг, находящихся у посредника.

Базовая правовая модель регулирования права собственности на ценные бумаги в системе прямого (непосредственного) держания предполагает, что собственник предъявительских ценных бумаг является их непосредственным владельцем. В случае с именными ценными бумагами имя (наименование) собственника ценных бумаг зарегистрировано в реестре владельцев ценных бумаг. «В рамках системы косвенного (опосредованного) держания скорее счет ценных бумаг, чем бумажный сертификат, является источником права инвестора»¹³.

Эффективность системы опосредованного держания достигается тем, что большинство центральных депозитариев и других посредников предпочитают отражать права на ценные бумаги своих клиентов не на отдельных счетах, а на общем счете, где однородные ценные бумаги смешиваются, образуя объединенный пул (*fungible pool*) однородных ценных бумаг. В соответствии с классическими принципами, применяемыми как в системе общего права, так и в системе гражданского права и имеющими своим истоком римское право, лицо, передающее на хранение свое имущество, сохраняет все права единоличного собственника, пока такое имущество не будет смешано с однородным имуществом хранителя или других поклажедателей. Смешение (*commingling*) однородных вещей, принадлежащих разным собственникам, может привести к двум последствиям, которые зависят от условий осуществления хранения: хранитель становится собственником принятых на хранение вещей с возложением на него *обязанности* возратить лишь такое же количество вещей того же рода и качества; или возникают отношения сособственности на объединенный пул *заменяемых* вещей.

Для некоторых зарубежных правопорядков характерен подход, рассматривающий отношения, возникающие в связи с принадлежностью ценных бумаг, учитываемых записью на счете у посредника (в депозитарии), как вещно-правовые. В Германии Закон о хранении и приобретении ценных бумаг (*Depotgesetz*) от 11 января 1995 г.¹⁴ устанавливает различие между единоличной собственностью в случае учета ценных бумаг на отдельных счетах ценных бумаг, и правом, вытекающим из отношений сособственности, на объединенный пул ценных бумаг, учитываемых в специальных книгах, если подобные ценные бумаги не обособлены на отдельном счете и смешаны с однородными ценными бумагами.

Закон Бельгии № 62 от 10 ноября 1967 г. об обращении ценных бумаг (с изменениями, внесенными законами от 7 апреля 1995 г. и от 10 марта 1999 г.) рассматри-

¹³ Цит. по: **The law applicable to disposition of securities held through indirect holding systems.** Report prepared by Christophe Bernasconi First Secretary at the Permanent Bureau. Prel. Doc. No. 1. 2000. November. P. 14.

¹⁴ Текст на немецком языке размещен в сети Интернет: <http://www.jurathek.de/tom/gesetze/>.

вает право владельца ценных бумаг, отраженных на счете у посредника, в качестве сособственника на часть *мыслимого* пула (массы) ценных бумаг одного вида. Пул поддерживается посредником от имени группы всех сособственников, независимо от того, где находятся единичные ценные бумаги или смешанные массы однородных ценных бумаг. В соответствии со ст. 10 вышеуказанного Закона за сособственником признается право на виндикационный иск (*rei vindicatio*) в отношении ценных бумаг, учитываемых записью на счете, от соответствующего посредника в случае банкротства последнего¹⁵.

В Великобритании концепция признания вещного права (сособственности) за лицом, ценные бумаги которого отражены на счете, базируется на традиционной конструкции траста. Индивидуальные инвесторы являются сособственниками-бенефициарами объединенного пула ценных бумаг, который в качестве доверительного собственника (*trustee*) держит непосредственный посредник в интересах своих клиентов¹⁶.

В Люксембурге действует Закон от 1 августа 2001 г. «Об обращении ценных бумаг и других заменимых инструментов» (*La loi Concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles*). Закон вводит специальное правовое регулирование «ценных бумаг или любых других финансовых инструментов, помещенных на хранение или зачисленных на счет ценных бумаг в депозитарии, которые объявлены или являются заменимыми ценными бумагами, документарными или бездокументарными, на предъявителя, именными или ордерными, выпущенными в Люксембурге или в другом государстве, в любой форме, предписываемой законом такого государства. Ценные бумаги и финансовые инструменты считаются заменимыми, если они ценные бумаги помещены на хранение или зачислены на счет ценных бумаг в депозитарии без указания номера или каких-либо иных идентифицирующих обозначений» (ст. 1). Если иное не предусмотрено в законе «депонент обладает теми же правами в отношении ценных бумаг или иных финансовых инструментов, как если бы они оставались в его руках» (ст. 6). Другими словами, депонент сохраняет исключительное право собственности на ценную бумагу, которое позволяет ему пользоваться и распоряжаться своим имуществом, исключая любое другое лицо. Однако право депонента определяется Законом как «вещное право бестелесной природы на неделимый пул однородных ценных бумаг» (ст. 6). За депонентом признается право на виндикационный иск в отношении депонированных ценных бумаг от депозитария лишь в случае открытия в отношении последнего процедуры несостоятельности. В этом случае депозитарий обязан вернуть ценные бумаги «того же рода и качества без учета их номеров или каких-либо иных идентифицирующих обозначений» (ст. 5). «На ценные бумаги, помещенные в депозитарии в режиме заменимых вещей, в смысле Закона от 1 августа 2001 г. не распространяется правовой режим иррегулярного хранения, при котором депонент становится обычным кредитором депозитария»¹⁷.

В Швейцарии, несмотря на особую роль этой страны в функционировании международного финансового рынка, до сих пор сохранилось традиционное правовое регулирование обращения ценных бумаг, выпускаемых в материальной форме. Однако с возникновением системы опосредованного держания ценных бумаг

¹⁵ The law applicable to disposition of securities held through indirect holding systems. Report prepared by Christophe Bernasconi First Secretary at the Permanent Bureau. Prel. Doc. No. 1. 2000. November. P. 22.

¹⁶ Подробнее см.: *The Law of Global Custody*. L., 1996; *The Law of Global Interests in Securities*. Oxford, 2000.

¹⁷ *Commentaire relative a l'Article 5 dans les Doc. parl. No. 4695*. P. 7.

в практике *extra jure* и доктрине сформировались новые правовые концепции понимания природы прав на подобные ценные бумаги. Документарные ценные бумаги, имобилизованные в центральной депозитарии, а также ценные бумаги, существующие в виде нематериальных ценностей (*прав-ценностей* — *фр. droits-valeurs* в терминологии швейцарского права) в книгах (регистрах) эмитента или национального центрального депозитария, стали обозначаться термином «*titres intermedies*» (опосредованные ценные бумаги). Данная концепция получила свое правовое обоснование вначале в доктрине и в практике, затем была закреплена в проекте федерального Закона о хранении и передаче прав на опосредованные ценные бумаги (*Avant — Projet de la Loi federale sur le depot et le transfert des titres intermedies*). Статья 4 проекта дает определение этого нового правового института:

«1. В смысле настоящего закона опосредованные ценные бумаги — это долговые требования в отношении эмитента, а также права участия в юридическом лице, учитываемые в режиме общего (заменяемого) счета, которые:

зачисляются на счет ценных бумаг, которыми может распоряжаться владелец счета в соответствии с положениями настоящего закона; и

имеют правовое значение в отношении посредника, а также в отношении любого третьего лица; они не подлежат изъятию другими кредиторами посредника.

2. К опосредованным ценным бумагам в смысле настоящего закона приравниваются любые иностранные финансовые инструменты и любые права на такие финансовые инструменты и выполняющие в силу этого иностранного закона подобные функции».

Квалификация опосредованных ценных бумаг *sui generis* позволяет установить новый единый правовой режим как в отношении ценных бумаг в документарной форме, так и для так называемых прав-ценностей, если они имеют характеристики и выполняют функции, предусмотренные в ст. 4 проекта Закона. Планируется внести соответствующие изменения в пятую часть Швейцарского Обязательственного Закона (далее — ШОЗ), посвященную регулированию обращения ценных бумаг. Новый проект ст. 973а ШОЗ предусматривает, что депозитарий имеет право хранить заменяемые ценные бумаги, принадлежащие инвесторам в режиме коллективного хранения. Эмитент наделяется правом осуществлять эмиссию ценных бумаг путем выпуска одного глобального сертификата, представляющего все ценные бумаги данного выпуска (проект ст. 973б ШОЗ), или **вовсе отказаться от выпуска документарных ценных бумаг** и заменить последние на *права-ценности*, зарегистрированные в центральной (головной) книге депозитария (проект ст. 973с ШОЗ). В случае хранения ценных бумаг в режиме коллективного хранения, в случае эмиссии одного глобального сертификата, представляющего все ценные бумаги данного выпуска, инвесторы обладают правом на долю в общей собственности на ценные бумаги одного вида¹⁸. В случае выпуска прав-ценностей инвесторы имеют в отношении эмитента лишь обязательственные права, представленные правами требования.

Проект швейцарского Закона предусматривает следующие этапы создания новой правовой конструкции — опосредованных ценных бумаг: вначале документи-

¹⁸ Швейцарская доктрина создала особую правовую конструкцию «смягченной» общей собственности — каждый участник совместной собственности вправе требовать выдела своей доли из общего имущества без согласия или содействия других лиц, соответствующую такому количеству ценных бумаг того же рода и качества, как и ранее приобретенные инвестором. Подробнее см.: *Foex B. Transfert et engagement des valeurs mobilières intermediees en droit Suisse // Journee de droit bancaire et financier. 2003. P. 58—59.*

рованные ценные бумаги или глобальные сертификаты помещаются на хранение в депозитарий, права-ценности регистрируются в головной книге депозитария; затем *права, относящиеся к этим ценным бумагам*, зачисляются на счет ценных бумаг (ст. 7 абз.1). После совершения этих двух операций ценные бумаги оказываются в системе опосредованного держания, следовательно, к ним начинает применяться правовой режим, предусмотренный проектом федерального Закона о хранении и передаче прав на опосредованные ценные бумаги¹⁹.

В США регулированию обращения инвестиционных ценных бумаг (*investment securities*) посвящена ст. 8 Единообразного торгового кодекса. Помимо закрепления ключевых понятий, таких как «посредник» (*securities intermediary*), «ценные бумаги» (*securities*) и «счет ценных бумаг» (*securities account*) ст. 8 ввела новую правовую конструкцию «право на ценные бумаги» (*securities entitlement*). В соответствии с этой концепцией инвестор не обладает правом собственности на конкретную ценную бумагу, находящуюся на хранении в депозитарии. Скорее он обладает некой *совокупностью прав* в отношении посредника, с которым у него существует договор о счете ценных бумаг. Профессор **Rogers, принимавший участие в разработке новой редакции ст. 8** так описывает существо этой правовой конструкции: «Право на ценную бумагу не является требованием (*claim*) в отношении определенной вещи; речь идет о совокупности прав лица, которые он может осуществить в отношении посредника и его активов. Посредник обязан следить за тем, чтобы совокупность прав, заключенных в ценных бумагах (денежные требования, права участия в юридическом лице), принадлежала обладателю прав, и он мог осуществить такие права только при обращении к своему посреднику, исключая лиц, при посредстве которых такой посредник владеет имуществом». Таким образом, *securities entitlement* является разновидностью права собственности (*property interest*), *объединяющей совокупность личных прав (in personam rights) в отношении посредника*; в случае несостоятельности посредника, права инвестора имеют приоритет по отношению к правам обычных кредиторов в отношении такого посредника²⁰.

При непосредственном держании ценных бумаг традиционным подходом определения применимого права к вещным правам на ценную бумагу (к возникновению и прекращению прав на нее) в международном частном праве является принцип местонахождения вещи. Иное содержание этот принцип получил применительно к именованным бездокументарным ценным бумагам. Принцип места, где ведется реестр владельцев ценных бумаг, или закон места инкорпорации юридического лица — эмитента ценных бумаг — стали некой фикцией локализации именованных бездокументарных ценных бумаг в месте ведения первичной книги (реестра) обязанного по ценным бумагам лица.

Принцип местонахождения вещи, вполне уместный для документарных и именованных бездокументарных ценных бумаг, при непосредственном держании ценных бумаг оказывается совершенно непригодным для ситуаций, когда права на ценные бумаги осуществляются и передаются путем совершения записей по счетам ценных бумаг у посредника. Один или несколько посредников оказываются между владельцем ценных бумаг и их эмитентом. В этом случае, чтобы определить локализацию ценных бумаг, необходимо «просмотреть» все цепочки посредников до

¹⁹ Подробнее см.: **Florence Guillaume Les titres détenus auprès d'un intermédiaire (titres intermédiaires) en droit Suisse — Aspects de droit matériel et de droit international privé // Revue Européenne de Droit Bancaire et Financier — EUREDIA. 2005. No. 3.**

²⁰ The law applicable to disposition of securities held through indirect holding systems. Report prepared by Christophe Bernasconi First Secretary at the Permanent Bureau. Prel. Doc. 2000. No. 1. November. P. 24.

уровня местонахождения эмитента, места ведения реестра или местонахождения сертификатов ценных бумаг, что может оказаться невыполнимым или, по крайней мере, затруднительным. Применение принципа «просмотра» (*look-through approach*) осуществимо, например, в случае учета ценных бумаг на незаменяемом/отслеживаемом («*non-fungible/traceable accounts*») счете, где права инвестора записаны на каждом уровне опосредованного держания вплоть до уровня реестра эмитента.

На международном финансовом рынке распространена практика, когда инвесторы, предоставляющие обеспечение финансирующим их лицам, обременяют залогом диверсифицированный портфель ценных бумаг, выпущенных компаниями, образованными в соответствии с законами различных государств и (или) ведущими реестры в различных юрисдикциях. Правила, основанные на принципе «просмотра», вынуждали ли бы получателя обеспечения выяснять содержание и выполнять требования, предусмотренные законодательством каждого из государств. Кроме того, в отношении большинства государств не всегда возможно с определенностью знать, какой из принципов определения применимого права будет использован: будет ли это закон местонахождения эмитента, место ведения реестра или местонахождение сертификатов ценных бумаг.

Адаптированной версией коллизионной привязки *lex rei sitae*, «перелицованной» на современный лад ввиду того, что ценные бумаги одного эмитента могут учитываться в депозитариях различного уровня (расположенных в государствах, отличных от места инкорпорации не только эмитента, но и собственников ценных бумаг, их покупателей, залогодержателей и кредиторов), стало правило определения применимого права по местонахождению прямого (непосредственного) посредника — «*Place of Relative Intermediary Approach*» (*PRIMA*).

Впервые на региональном уровне принцип ПРИМА получил свое закрепление десять лет назад в акте ЕС — Директиве 98/26/ЕС Парламента и Совета от 19 мая 1998 г., посвященной принципу «финальности» (*finalty*) расчетов по операциям с ценными бумагами в системах расчетов по ценным бумагам Европейского союза (ст. 9 пар. 2)²¹. Затем принцип ПРИМА был воспроизведен в Директиве 2001/24/ЕС Парламента и Совета от 4 апреля 2001 г., регулирующей процессы оздоровления и ликвидации кредитных учреждений (ст. 24)²² и в Директиве 2002/47/ЕС Парламента и Совета от 6 июня 2002 г., посвященной гарантийным финансовым контрактам (ст. 9)²³. Европейский вариант этого принципа означает, что в случаях, подпадающих в сферу регулирования названных директив (ограниченную *rationae personae* и *rationae materiae*), **будет применимо право государства местонахождения посредника**, на счетах которого зарегистрированы права на ценные бумаги («местонахождения соответствующего счета ценных бумаг»). При этом счет ценных бумаг не является, как правило, неким целостным материальным объектом, локализованным в одном конкретном месте. Счет ценных бумаг представляет собой некую совокупность учетных записей, существующих в чаще всего в электронной форме и отражающих права на ценные бумаги владельца ценных бумаг и других лиц. Кроме того, посредник, ведущий счет ценных бумаг, может выполнять связанные с этим

²¹ Directive 98/26/CE du Parlement europeen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractere definitive du reglement dans les systemes de paiement et de reglement des operations sur titres, J.O.C.E. No. L. 166 du 11 juin 1998. P. 45.

²² Directive 2001/24/CE du Parlement et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des etablisements de credit, J.O.C.E. No. L. 125 du 5 mai 2001. P. 15.

²³ Directive 2002/47/CE du Parlement europeen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financiere, J.O.C.E. No. L. 168 du 27 juin 2002. P. 43.

обязанности в нескольких государствах; часть функций — в одном государстве (в месте нахождения своего филиала), часть — в другом (в месте осуществления основной деятельности) или перепоручить выполнение своих обязанностей третьему лицу в третьем государстве. В литературе, посвященной анализу названного европейского подхода, подчеркивается, что сам принцип «местонахождения соответствующего счета ценных бумаг» в том виде, как он закреплен в европейских актах, нуждается в толковании и уточнении.

На международном уровне принцип ПРИМА получил свое закрепление в Гаагской конвенции о праве, применимом к определенным правам на ценные бумаги, учитываемые на счете ценных бумаг у посредника (далее — Гаагская конвенция), разработанной 13 декабря 2002 г. во время проведения девятнадцатой дипломатической сессии Гаагской конференции по международному частному праву. Гаагская конвенция на сегодняшний день еще не ратифицирована ни одним из государств, подписавших ее (США, Швейцария)²⁴.

Гаагская конвенция имеет следующую структуру. Первая глава посвящена определению основных терминов, используемых в Конвенции, сфере действия Конвенции и применимого права. Вторая глава закрепляет правила определения применимого права. Третья глава содержит общие положения о применении Конвенции (обратная отсылка, публичный порядок и строго императивные нормы, единообразное толкование). Четвертая и пятая главы посвящены соответственно переходным положениям и заключительным положениям о вступлении Конвенции в силу.

Гаагская конвенция определяет право, применимое к правам на ценные бумаги, возникшие в связи с внесением ценных бумаг на счет ценных бумаг у посредника. Если согласно применимому праву (материальным нормам компетентного права) это право имеет чисто договорную природу, то положения Конвенции не применяются. В таком случае применяются принципы международного частного права, определяющие право, применимое к договору («наиболее тесной связи», «характерного исполнения» или «*the proper law*»)²⁵. Однако если такие ценные бумаги передаются, например, в качестве обеспечения или отчуждаются покупателю, вещные права, возникающие при передаче чисто договорных прав, охватываются регулированием Конвенции. Конвенция применяется к вещным правам на ценные бумаги, возникающим в связи с внесением ценных бумаг на счет ценных бумаг, а также в связи с переходом прав в отношении таких ценных бумаг²⁶. В то же время права и обязанности, возникающие не в связи с внесением ценных бумаг на счет ценных бумаг, а из договора счета, заключенного между посредником и владельцем счета (исполнение договора, ответственность сторон), не входят в сферу действия применимого права. Такие права и обязанности регулируются *lex contractus*, которое, однако, может совпадать с правом, определенным Конвенцией в соответствии со ст. 4.1.

²⁴ В международном праве подписание Конвенции означает, что Государство обязуется не принимать никаких других актов, которые могли бы противоречить Конвенции (ст. 18 Венской Конвенции о праве международных договоров 1969 г.).

²⁵ Несмотря на наименование и сферу применения этих принципов, их использование в большинстве случаев приведет к применению права местонахождения посредника/филиала посредника, что соответствует принципу ПРИМА: *The law applicable to disposition of securities held through indirect holding systems. Report prepared by Christophe Bernasconi First Secretary at the Permanent Bureau. Prel. Doc. 2000. No. 1. November. P. 30.*

²⁶ *Proposition de dispositions-cles pour une future convention sur la loi applicable aux droits reel portent sur des titres intermedies. Prel. Doc. 2001. No. 3. Juillet. P. 3.*

Широкое понятие ценных бумаг, даваемое Конвенцией, включает любые акции, облигации или иные финансовые инструменты или финансовые активы (кроме наличных денег) или любое право на эти ценные бумаги, которые могут зачисляться на счет ценных бумаг у посредника. В это число попадают такие правовые конструкции, как «*security entitlement*», «*titres intermedies*» или право сособственника на часть *мыслимого* пула (массы) ценных бумаг одного вида по смыслу Закона Бельгии № 62 от 10 ноября 1967 г.²⁷

В смысле Конвенции фигура посредника означает лицо, которое в процессе осуществления профессиональной или иной обычной деятельности держит (ведет) счета ценных бумаг для других лиц или одновременно для других лиц и для себя, и действует в этом качестве. В это число не входят регистраторы, трансфертные агенты эмитента ценных бумаг, а также лица, действующие от своего имени или от имени владельца счета ценных бумаг в его интересах и выполняющие административные функции в отношении счета ценных бумаг, который держит соответствующий посредник.

В соответствии со ст. 1.4 Конвенция применяется к отношениям, возникающим между Центральными национальными депозитариями (где обычно иммобилизуются или регистрируются на счетах бездокументарные ценные бумаги, выпущенные в этих государствах) и их участниками, которыми могут быть не только финансовые учреждения, но и частные лица (как в английской системе CREST или в расчетных системах Скандинавских стран)²⁸. В этом случае компетентным правом к ценным бумагам, выпущенным в стране местонахождения Центрального национального депозитария, где такие ценные бумаги *ab initio* с самой эмиссии были помещены на хранение или зарегистрированы на счетах ценных бумаг (бездокументарные ценные бумаги), почти всегда будет выступать право государства эмиссии таких ценных бумаг. В ст. 1.5 Конвенция предусматривает, однако, отступления от положений ст. 1.4 для лиц, зарегистрированных в реестре эмитента или в других первичных книгах в качестве оператора системы хранения и передачи ценных бумаг, которые учитывают права владельцев ценных бумаг в отношении эмитента. Деятельность таких лиц по учету прав владельцев ценных бумаг подобна деятельности регистраторов при непосредственном держании, поскольку переход прав на ценные бумаги в такой системе «юридически и операционно подобен прямому переходу прав в реестре владельцев именных ценных бумаг»²⁹.

Право, определенное в соответствии с Конвенцией, будет регулировать все вопросы, касающиеся имущественных аспектов операций с опосредованными ценными бумагами, перечисленные в ст. 2.1 Конвенции: а) правовую природу и правовые последствия прав, возникших в связи с внесением ценных бумаг на счет ценных бумаг в отношении посредника и третьих лиц; б) **правовую природу и правовые последствия распоряжения ценными бумагами, учитываемыми у посредника**; с) условия (при наличии таковых), выполнение которых делает распоряжение ценными бумагами, учитываемыми у посредника, действительным в отношении третьих лиц; d) имеет ли приоритет или погашает ли право другого лица *право* лица на ценные бумаги, учитываемые у посредника; е) **обязанности посредника (при наличии таковых)** в отношении какого-либо иного, кроме владельца счета, лица, за-

²⁷ La loi applicable aux titres intermédies : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 // Revue de Droit Commercial Belge. 2006. No. 1. P. 16.

²⁸ Подробнее о системе CREST см.: *Адамова К.П.* Указ. соч.

²⁹ La loi applicable aux titres intermédies: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 // Revue de Droit Commercial Belge. 2006. No. 1. P. 17.

являющего в отношении владельца счета или иного лица о своих конкурирующих правах на ценные бумаги, учитываемые у этого посредника; **ф) условия (при наличии таковых)** осуществления права на ценные бумаги, учитываемые у посредника; **г)** дает ли распоряжение ценными бумагами, учитываемыми у посредника, право на получение дивидендов, дохода или иных распределяемых выплат, либо право на компенсации или иные поступления, связанные с передачей прав.

Распоряжение в смысле Конвенции означает любую передачу права собственности, окончательную или в качестве обеспечения, а также установление любой гарантии, связанной или не связанной с лишением владения. Понятие распоряжение уточняется в Конвенции в ст. 1.2. Под распоряжением, предметом которого является счет ценных бумаг, понимается передача или установление гарантии в отношении какой-либо части или всех ценных бумаг, зачисленных на счет ценных бумаг в момент распоряжения, а также впоследствии³⁰.

Имея в виду проблемы, которые возникают из-за различного толкования принципа ПРИМА («местонахождения соответствующего счета ценных бумаг»), разработчики Гаагской конвенции закрепили иной принцип. Согласно этому принципу правом, применимым ко всем вопросам, указанным в ст. 2.1, будет действующее право государства, явно обозначенное в соглашении о счете как право, регулирующее это соглашение. Если соглашением о счете явно предусматривается применение другого права *ко всем вопросам, касающимся имущественных аспектов операций* с опосредованными ценными бумагами, то тогда применяется это другое право. Применительно к обоим случаям право, определенное в соответствии с Конвенцией, применяется только в случае, если соответствующий посредник *на момент заключения соглашения об открытии счета* имеет в этом государстве коммерческое предприятие, которое: а) самостоятельно или совместно с другими коммерческими предприятиями соответствующего посредника либо с другими лицами, действующими в интересах соответствующего посредника в этом или другом Государстве:

- i) осуществляет или контролирует проводки по счетам ценных бумаг;
- ii) управляет платежами или корпоративными действиями, связанными с ценными бумагами, учитываемыми у посредника; или
- iii) иным образом осуществляет профессиональную или обычную деятельность по ведению счетов ценных бумаг; или
- iv) идентифицировано номером счета, банковским кодом или другим особым способом как коммерческое предприятие, ведущее (держашее) счета ценных бумаг в этом государстве (ст. 4.1).

Закрепление теста «местонахождения коммерческого предприятия посредника», ведущего счета ценных бумаг в государстве, право которого выбрано сторонами соглашения о счете ценных бумаг в качестве применимого, явилось своеобразным компромиссом. Последний имеет в виду позиции сторонников субъективного (автономия воли сторон) и объективного (локализация счета ценных бумаг) подходов определения применимого права к вопросам, касающимся имущественных аспектов операций с ценными бумагами. Статья 1.1.j определяет коммерческое предприятие посредника как место осуществления профессиональной деятельности либо место, где осуществляется любая деятельность посредника, исключая место осуществления профессиональной деятельности, изначально рассматриваемое как временное, и место деятельности любого другого лица.

³⁰ La loi applicable aux titres intermédies : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 // Revue de Droit Commercial Belge. 2006. No. 1. P. 20.

Статья 4.2 Конвенции исключает некоторые виды деятельности, которые (взятые в отдельности) не могут рассматриваться как осуществление профессиональной или обычной деятельности по ведению счетов ценных бумаг в смысле ст. 4.1.a — местонахождение технологических средств, обеспечивающих обработку данных или ведение учета счетов ценных бумаг; расположение центров, обеспечивающих коммуникацию с владельцами счетов; место организации и отправки почтовой корреспонденции, относящейся к счетам ценных бумаг, либо сосредоточение документов или архивов; место осуществления представительских или административных функций, не связанных с открытием или ведением счетов ценных бумаг.

В дополнение к правилам, сформулированным в ст. 4, ст. 6 Конвенции перечисляет факторы, которые не являются характерными для деятельности по ведению счетов ценных бумаг при их опосредованном держании и не принимаются во внимание при определении применимого права: а) место, где эмитент ценных бумаг учрежден или иным образом образован, имеет зарегистрированное местонахождение, место, где расположены главные органы управления эмитента, место осуществления деятельности или место осуществления основной деятельности эмитента; б) сосредоточение сертификатов, представляющих или подтверждающих ценные бумаги; в) **местонахождение реестра владельцев ценных бумаг, который ведет эмитент ценных бумаг или иное лицо, действующее от его имени;** д) **локализация любого иного посредника, кроме соответствующего посредника.**

Статья 5 Конвенции предусматривает дополнительные правила определения применимого права, если ст. 4 не может быть применена. Если из письменного соглашения о счете четко и недвусмысленно вытекает, что это соглашение заключено через конкретное коммерческое предприятие соответствующего посредника, правом, применимым ко всем вопросам, указанным в ст. 2.1, является действующее право того государства, в котором на момент заключения соглашения находилось это коммерческое предприятие, при условии, что оно удовлетворяло условию, предусмотренному во втором предложении ст. 4.1.

При определении того, насколько четко и недвусмысленно из соглашения об открытии счета вытекает, что оно заключено через конкретное коммерческое предприятие соответствующего посредника, не принимается во внимание условие соглашения о том, что: а) уведомление о любом акте или любом другом документе может или должно быть сделано соответствующему посреднику в этом коммерческом предприятии; б) **судебное разбирательство должно или может быть возбуждено против соответствующего посредника в конкретном государстве;** в) выписка со счета или любой другой документ должны или могут предоставляться соответствующим посредником из этого коммерческого предприятия; д) услуга должна или может быть предоставлена соответствующим посредником из этого коммерческого предприятия; е) действие или операция должны или могут быть выполнены соответствующим посредником в этом коммерческом предприятии.

Если применимое право не определено согласно указанному принципу (ст. 5.1), то применяется действующее право того государства, где учрежден или иным образом образован соответствующий посредник.

Если подлежащее применению право не определено в соответствии с пар. 1 или 2 ст. 5 Конвенции, то подлежит применению действующее право государства, где соответствующий посредник осуществляет свою деятельность или свою основную деятельность, определяемые на момент заключения письменного соглашения о счете. Когда соглашение о счете ценных бумаг было изменено, и это привело к изменению применимого в соответствии с Конвенцией права, новое право регули-

рует все «вещные» вопросы, указанные в ст. 2.1 (ст. 7.3). В виде исключения прежнее право продолжает применяться:

а) к существованию права на ценные бумаги, учитываемые у посредника, которое возникло до изменения права, а также к действительности распоряжения этими ценными бумагами по отношению к третьим лицам, совершенному до изменения права;

б) к праву на ценные бумаги, учитываемые у посредника, которое возникло до изменения права;

i) к правовой природе и правовым последствиям такого права в отношении соответствующего посредника и любой стороны соглашения о распоряжении этими ценными бумагами, совершенного до изменения права;

ii) к правовой природе и правовым последствиям такого права для лица, которое после изменения права накладывает арест (обращает взыскание) на эти ценные бумаги;

iii) к определению всех вопросов, указанных в ст. 2.1, в отношении управляющего при процедуре несостоятельности в процедуре несостоятельности, открытой после изменения права;

с) к приоритету прав сторон, возникших до изменения права.

Несмотря на открытие процедуры несостоятельности, право, применимое в соответствии с Конвенцией, регулирует все вопросы, указанные в ст. 2.1, в отношении любого события, произошедшего до открытия этой процедуры. Однако положения Конвенции не затрагивают применение любых материальных или процессуальных норм о несостоятельности (*lex concursus*), **относящихся к а) распределению по очередям требований, в зависимости от их категории или аннулированию распоряжения, осуществленного в нарушение правил о периоде запрета платежей или с целью обмана кредиторов; или б) осуществлению прав начиная с момента открытия процедуры несостоятельности.**

Статья 11 содержит исключения, традиционные для международного частного права, заключающиеся в возможности для судьи отказать в применении права, определенного в соответствии с Конвенцией, если последствия его применения будут явно противоречить публичному порядку страны суда. Конвенция не препятствует применению тех положений права страны суда, которые защищают публичный порядок такого государства, его политическое, экономическое и социальное устройство и должны применяться независимо от права, избранного в соответствии с применимыми коллизионными нормами.

Гагская конвенция о праве, применимом к определенным правам на ценные бумаги, учитываемые на счете ценных бумаг у посредника, имеет огромное значение для обеспечения правовой определенности и предсказуемости в отношении применимого права. Конвенция затрагивает многие проблемы, связанные с международными сделками с ценными бумагами: обращение бездокументарных и имобилизованных ценных бумаг, соотношение вещных и обязательственных прав. Разработчики Конвенции постарались найти компромиссные решения, которые позволили бы присоединиться к ней странам с различными правовыми системами и традициями. Конвенция, таким образом, облегчает международное движение капитала и доступ к фондовым рынкам. Однако материально-правовая унификация в сфере международного обращения ценных бумаг была бы более полезной для участников фондового рынка и финансовой системы в целом. Такая работа ведется в рамках УНИДРУА. Результатом такой работы стал проект Конвенции о регулировании обращения ценных бумаг, учитываемых на счете ценных бумаг у посредника.