

**А.А. Максуров**

---

# **ОСНОВЫ УЧЕНИЯ О БЕЗДОКУМЕНТАРНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГАХ**

**Монография**

**RU**  
**science**  
RU-SCIENCE.COM

Москва  
2022

**УДК 347.457:336.763**  
**ББК 67+65+67.404+65.262.2**  
**М17**

**Автор:**

**А.А. Максуров**, Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова, Парижский университет Сорбонна (Школа права), канд. юрид. наук, проф.

**Максуров, Алексей Анатольевич.**

**М17** Основы учения о бездокументарных ценных бумагах : монография / А.А. Максуров. — Москва : РУСАЙНС, 2022. — 110 с.

**ISBN 978-5-466-02685-6**

В работе дано понятие бездокументарных ценных бумаг и рассмотрены их признаки. Автором рассмотрены основные виды бездокументарных ценных бумаг. В качестве особой юридической деятельности обозначены вопросы учета прав по бездокументарным ценным бумагам. Особое внимание уделено осуществлению прав по бездокументарным ценным бумагам, а также проблемам передачи прав по бездокументарным ценным бумагам. Обобщены и систематизированы сведения о способах и средствах защиты прав по бездокументарным ценным бумагам, рассмотрена практика такого рода дел.

***Ключевые слова:** бездокументарные ценные бумаги; учет прав на ценные бумаги; передача прав; защита прав; акции; облигации; вызывное производство.*

**УДК 347.457:336.763**  
**ББК 67+65+67.404+65.262.2**

**ISBN 978-5-466-02685-6**

© Максуров А.А., 2022  
© ООО «РУСАЙНС», 2022

# Оглавление

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Введение</b> .....   | <b>4</b>  |
| <b>Глава I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ<br/>О БЕЗДОКУМЕНТАРНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГАХ</b> ..... | <b>13</b> |
| 1.1. Понятие и признаки бездокументарных ценных бумаг .....                 | 13        |
| 1.2. Основные виды бездокументарных ценных бумаг .....                      | 33        |
| <b>Глава II. ПРАВОВОЙ РЕЖИМ БЕЗДОКУМЕНТАРНЫХ<br/>ЦЕННЫХ БУМАГ</b> .....     | <b>47</b> |
| 2.1. Учет прав по бездокументарным ценным бумагам .....                     | 47        |
| 2.2. Осуществление прав по бездокументарным ценным бумагам .....            | 57        |
| 2.3. Передача прав по бездокументарным ценным бумагам.....                  | 66        |
| 2.4. Защита прав по бездокументарным ценным бумагам .....                   | 73        |
| <b>Заключение</b> .....   | <b>89</b> |

## Введение

**Актуальность темы исследования** мы видим в возможности совершенствования отечественной правовой системы в части повышения эффективности правового регулирования оборота бездокументарных ценных бумаг и защиты правообладателей.

Роль ценных бумаг в современном мире сложно переоценить, а их количество и оборот год от года только возрастают, причем, по современным оценкам, оборот на рынке ценных бумаг в мире уже давно превысил оборот рынка реальных активов<sup>1</sup>. Именно они становятся сегодня, как основным источником (путем) получения участниками рынка капитала, необходимого для осуществления предпринимательской деятельности, так и служат средством накопления, сбережения и приумножения доходов и богатства инвесторами и спекулянтами. В ряде случаев ценные бумаги фактически используются в качестве денег, позволяют снижать и диверсифицировать риски, а иногда даже выполняют социальные функции, например, в части удовлетворения жилищных прав граждан или права на достойное человеческое существование после выхода на пенсию.

Эта отчетливо сформированная тенденция заставляет как представителей бизнес-сообщества, так и юристов уделять все большее внимание эффективной правовой охране интересов владельцев бездокументарных ценных бумаг, что уже само по себе будет выступать средством расширения их рынка. В то же время остается значительным и число правовых конфликтов, связанных с оборотом бездокументарных ценных бумаг. Реализуются недобросовестные стратегии «пользования» чужими бездокументарными ценными бумагами, например, в части осуществления корпоративных прав. Регистраторы и депозитарии не всегда способствуют динамике этого рынка и своевременному удовлетворению имущественных интересов как приобретателей, так и продавцов бездокументарных ценных бумаг. Одновременно и правообладатели могут злоупотреблять принадлежащими им правами, пользуясь неоднозначным пониманием отдельных норм законодательства об обороте бездокументарных ценных бумаг. В связи с этим ученым и юристам-практикам принципиально важно, с одной стороны, усовершенствовать механизмы защиты правомерных интересов бездокументарных ценных бумаг, а с другой - пресечь недобросовестные действия участников рынка.

Принципиальное значение для рыночной экономики имеют также вопросы самого учета бездокументарных ценных бумаг и передачи прав

---

<sup>1</sup> См.: Портер М. Конкуренция. – М., 2020. – С.323.

на них, тем более, что законодательное регулирование в данной области постоянно изменчиво, причем изменчиво значительно, например, менее десяти лет прошло с момента окончательной определенности российского законодателя об отнесении бездокументарных ценных бумаг к правам, а не вещам, не так давно эмитентам запретили вести самостоятельный учет прав на ценные бумаги без обращения к регистратору, что существенно изменило конфигурацию на этом рынке и оказало влияние на содержание имущественных отношений в этой сфере. Уточняются и виды ценных бумаг, подразумевающие возможность использования бездокументарной формы их выпуска. Одновременно потеряла актуальность судебная практика прежнего периода, приводимая нами в работе исключительно в контексте исторического экскурса, а новая практика сложилась далеко не по всем актуальным для доктрины вопросам. Следует отметить, что не все указанные изменения отражают экономические интересы участников современного рынка ценных бумаг, иногда они противоречивы и непоследовательны.

Существуют и проблемы гражданско-правовой доктрины. В науке до настоящего времени не выработалось единой концепции бездокументарных ценных бумаг, имеющей значительную специфику. До настоящего времени отсутствуют разделяемые большинством авторов признаки бездокументарных ценных бумаг, различным образом понимается сущность этого актива, нет единства мнений относительно разновидностей правоотношений в сфере их оборота, не определены алгоритмы осуществления и защиты гражданских прав обладателей бездокументарных ценных бумаг и иных лиц, например, их добросовестных приобретателей.

Все указанное выше приводит к неэффективному и бессистемному применению норм, регулирующих отношения в сфере оборота бездокументарных ценных бумаг и защиты связанных с ними интересов. Негативный отпечаток налагает также несовершенство гражданского законодательства, уделившего бездокументарным ценным бумагам неоправданно мало внимания.

Разрешение отмеченных выше и связанных с ними вопросов и отнесится к целям исследования в данной сфере.

В отмеченных обстоятельствах, на наш взгляд, целесообразно обратиться не только к отечественному законодательству и практике его применения, но и к зарубежному опыту, особенно опыту стран, имеющих более развитое и совершенное законодательство о бездокументарных ценных бумагах, что позволило бы обогатить и законодательство отечественное.

**Степень научной разработанности проблемы.** В юридической литературе отсутствуют комплексные фундаментальные исследования по указанной проблеме. Некоторые аспекты данной проблемы исследовались в рамках отдельных институтов российской правовой системы, в том числе, в области института ценных бумаг в целом, при характеристике объектов гражданских прав, в части защиты имущественных прав и т.п., однако целостной концепции, которая подразумевала бы системный анализ российского законодательства в указанной сфере, выработано не было. Представленные на суд общественности научные работы в сфере правового регулирования оборота бездокументарных ценных бумаг в массе своей датированы началом 2000-х годов и не в полной мере отражают в себе особенности современной экономической жизни, а также практику разрешения судами споров в данной сфере в связи с изменением гражданского законодательства.

Таким образом, степень научной разработки данной проблематики фрагментарна, однако она все же может служить отправной точкой для начала исследования.

**Объект исследования** – правовое регулирование общественных отношений в сфере оборота бездокументарных ценных бумаг и защиты прав их владельцев (обладателей), а также иных лиц.

**Предметом исследования** являются нормы права, регулирующие вопросы оборота (включая учет и передачу прав) бездокументарных ценных бумаг, а также защиты управомоченных лиц, практика их применения, пути и способы повышения оптимальности регулирования с помощью правовых средств.

Для достижения поставленной цели предполагалось решение следующих **задач**:

- определить понятие и основные признаки бездокументарных ценных бумаг;
- рассмотреть основные виды бездокументарных ценных бумаг;
- представить характеристику систем учета прав по бездокументарным ценным бумагам;
- выявить проблемные вопросы осуществления прав по бездокументарным ценным бумагам;
- изучить правовые аспекты передачи прав по бездокументарным ценным бумагам;
- исследовать проблематику защита прав по бездокументарным ценным бумагам.

Достижение такого рода задач позволяет создать единую концепцию правовых отношений в области реализации и защиты прав на бездокументарные ценные бумаги, то есть обеспечивает необходимую теоретическую новизну, практическую и дидактическую значимость.

**Методологическая основа исследования.** При работе над темой автор исходил из положений методологического плюрализма. В качестве методологической основы был задействован комплекс общих и частно-научных методов и приемов исследования, а именно, методы формальной логики и системного анализа, социологические (в том числе, статистические) и психологические методы, историко-правовой подход, метод сравнительного правоведения иные методы и приемы исследования, методы обобщения юридической практики.

Однако основной акцент при исследовании был сделан на метод системного анализа, давший возможность раскрыть действительную социально-экономическую значимость изучаемого вида правовых норм, показать основные закономерности их совершенствования в будущем.

**Теоретическую основу исследования** составляют труды отечественных и зарубежных ученых, так или иначе затрагивающих вопросы, рассматриваемые в работе.

В частности, достоверность и научная аргументированность результатов исследования основываются на широком использовании общетеоретических и отраслевых юридических источников, в том числе, по гражданскому праву, а именно работ таких авторов как Андреев Ю.Н., Архипов И.В., Бевзенко Р.С., Власов А.А., Ворожевич А.С., Габов А.В., Гаврилов Э.П., Голофеев В.В., Городов О.А., Гришаев С.П., Гульбин Ю.Т., Деноткина А.В., Дозорцев В.А., Иванова Е.Г., Козлова Н.В., Кононенко Р.О., Лабзин М.В., Мазаев Д.В., Нешатаева Т.Н., Орлова В.В., Павлова В.С., Панич А.А., Рыбаков О.Ю., Сергеев А.П., Харитонova Ю.С., Цитович П.П., Шершеневич Г.Ф. и других.

**Нормативно-правовую и эмпирическую базу исследования** составили российское и зарубежное законодательство, опубликованные и неопубликованные материалы юридической практики.

**Теоретическое и практическое значение исследования** определяется его актуальностью, новизной, четко сформулированными выводами и положениями.

**Практическая значимость** работы состоит в том, что содержащиеся в ней выводы и предложения могут быть использованы в целях повышения эффективности практики применения норм, регулирующих общественные отношения в сфере реализации и защиты прав на бездокументарные ценные бумаги.

По результатам исследования полагаем возможным говорить о следующих **основных выводах и положениях**:

1. Мы приходим к выводу о том, что бездокументарная ценная бумага не может сегодня рассматриваться в качестве вещи в ее «классическом» понимании. Одновременно мы отмечаем, что отдельные авторы справедливо указывают как на особенности бездокументарных ценных бумаг, так и на необходимость предоставления инструментов правовой защиты их обладателям, не меньших, чем обладателям ценных бумаг, что, однако не позволяет в современных условиях даже теоретически отходить от трактовки бездокументарных ценных бумаг в качестве имущественных и иных (корпоративных, в частности) прав. Сам же вопрос особого характера бездокументарной ценной бумаги с практической его стороны сводится, во-первых, к предоставлению ее обладателю тех же самых правовых возможностей, что и владельцу документарной ценной бумаги, и, во-вторых, обеспечению обладателя бездокументарных ценных бумаг тем же уровнем защиты его прав, что и обладателей права собственности в отношении документарной ценной бумаги.

Данный вопрос (особенно в первой части) уже во многом решен действующим гражданским законодательством, позволяющим, например, осуществление широкого вида сделок с бездокументарными ценными бумагами, использования их в качестве инструмента обеспечения исполнения обязательств (в виде «кредитного рычага») и т.п. В будущем возможны различные пути, позволяющие усовершенствовать механизмы реализации и защиты прав на бездокументарные ценные бумаги, например, возможно расширить доктринально и легально понятие вещи, использовать конструкцию общей собственности, встречающуюся в национальных правовых порядках, относящихся к романо-германской правовой семье, делегированной или доверительной собственности, свойственных для англо-американской системы права, создать новый договорный механизм, например, по типу договорных отношений в сфере хранения вещи и проч. Однако, мы полагаем, что предоставление обладателю прав на бездокументарные ценные бумаги дополнительных правовых возможностей по их реализации и защите вполне осуществимо и в рамках действующей концепции понимания бездокументарных ценных бумаг в качестве имущественных и иных прав, отраженной в гражданском законодательстве.

2. Закон прямо не устанавливает, какие виды (типы) ценных бумаг могут быть бездокументарными, а какие – выражены только в документарной форме, однако предусматривает критерии для решения такого вопроса в п. 6 ст. 143 ГК РФ, в соответствии с которым, за исключением

двух случаев (определение иного правила законом, в том числе, самим Гражданским кодексом, или противоречия существу установления прав на ценную бумагу – «не вытекает из особенностей фиксации прав») к бездокументарным ценным бумагам применяются правила об именных документарных ценных бумагах, правообладатель которых определяется в соответствии с учетными записями.

В этой связи мы полагаем, что указание закона «о применении правил» об обороте документарных ценных бумаг к бездокументарным бумагам должно толковаться расширительно и включать в себя, прежде всего, саму возможность существования той или иной разновидности ценных бумаг в бездокументарной форме. Например, по основаниям, указанным нами в работе, не могут быть выпущены в бездокументарной форме ценные бумаги на предъявителя.

3. Учет прав по бездокументарным ценным бумагам мы предлагаем определять как особую юридически значимую деятельность, направленную на подтверждение факта владения конкретным лицом некоторым объемом (количеством) ценных бумаг отдельного вида (выпуска) того или иного эмитента, а также состоявшегося перехода прав, либо иных действий (обременение, арест), связанных с объемом прав владельца, а, в случаях, указанных в законе, и других лиц, в отношении конкретной ценной бумаги.

Учетная деятельность – это вид регистрационной деятельности, которая является необходимой и достаточной предпосылкой для 1) признания за конкретным лицом права на определенные бездокументарные ценные бумаги, 2) осуществления данным лицом своих имущественных и корпоративных прав, вытекающих из акта обладания бездокументарной ценной бумагой, и 3) передачи, полной или частичной прав на бездокументарные ценные бумаги.

4. Законодатель пошел по пути профессионализации учетного рынка и запретил эмитентам вести самостоятельный учет обладателей прав вне зависимости от числа владельцев выпущенных ими ценных бумаг. Ведение учета было передано независимым регистраторам.

Такого рода законодательные изменения, с одной стороны, повысили прозрачность рынка бездокументарных эмиссионных ценных бумаг, сделали более безопасными сделки с ними, сняли несвойственную для них нагрузку с эмитентов, основным назначением которых является предпринимательская деятельность. С другой стороны, эмитенты утратили возможность выбора системы учета, что автоматически повышает расценки услуг регистраторов из-за отсутствия конкуренции систем

учета. Для отдельных эмитентов, созданных в форме акционерного общества ввиду требований законодательства 1990-х годов о приватизации и не ведущих активной предпринимательской деятельности, оплата услуг регистратора стала значимым, а иногда и непосильным расходом. Более того, в канве распространения европейских традиций многие юридические лица учреждались единственно с целью безопасной аккумуляции на их балансах отдельных видов активов (как правило, недвижимости, сдаваемой в аренду), поэтому как такового «движения» ценных бумаг от прежнего владельца к новому здесь не только не наблюдается, но и не предусматривается стратегией деятельности данного юридического лица. Сами владельцы ценных бумаг также, в массе своей, не рады необходимости посвящать в вопросы своих прав владения еще и третьих лиц – регистраторов, помимо самих эмитентов, с чем приходится мириться как с неизбежностью.

Соответственно, мы выступаем за возвращение эмитенту такой правовой возможности.

5. С точки зрения реализации принципа справедливости в гражданском праве, а также в целях уточнения указанных норм, мы полагаем возможным дополнить статью 149.5. Гражданского кодекса Российской Федерации пунктом третьим следующего содержания:

«Судебные издержки и иные расходы, связанные с восстановлением учетных записей, удостоверяющих права на бездокументарные ценные бумаги, возлагаются на лицо, осуществляющее учет прав, в полном объеме независимо от причин и оснований утраты. Данные издержки и иные расходы впоследствии могут быть возложены лицом, осуществлявшим учет прав, в том числе, в полном объеме, на виновное лицо в порядке регресса.

Убытки, вызванные утратой учетных записей, удостоверяющих права на бездокументарные ценные бумаги, возлагаются на лицо, осуществляющее учет прав, при наличии его вины».

6. Правило, установленное пунктом 3 статьи 145 ГК РФ о том, что против требования об исполнении по документарной ценной бумаге лицо, указанное в качестве ответственного за исполнение по ней, может выдвинуть возражения, связанные с подделкой такой ценной бумаги или с оспариванием факта подписания им ценной бумаги (подлог ценной бумаги), не применимо к бездокументарным ценным бумагам ввиду иной их формы выпуска. Тем не менее, мы полагаем, что в данной ситуации вполне возможно расширительное толкование, которое предполагает

«подделкой ценной бумаги» фальсификацию учетной записи о принадлежности прав по бездокументарной ценной бумаге, хотя практики такого рода при написании работы нами обнаружено не было.

7. Вслед за другими авторами мы полагаем, что переход прав в порядке цессии совершается безотносительно получения согласия или уведомления должника и в этом отличается от трансферта. Трансферт отличается и от делегации, и от договора в пользу третьего лица, и от уступки обязательственных прав в порядке цессии. Исходя из действующего законодательства, трансферт бездокументарных ценных бумаг следует рассматривать в качестве самостоятельного способа передачи имущественных прав на бездокументарные ценные бумаги.

8. Мы пришли к выводу о том, что в ходе реформы гражданского законодательства в 2013 г. в ГК РФ были введены специальные нормы, регулирующие вопросы истребования бездокументарных ценных бумаг, которые представляют собой аналог виндикации (квазивиндикацию) и разработаны специально для ценных бумаг указанной формы выпуска, поскольку они, с точки зрения новой классификации объектов гражданских прав (ст. 128 ГК РФ) являются не вещами, а имущественными правами. Каких-либо значимых изменений в практике рассмотрения судами споров такого рода мы не предполагаем, поскольку и ранее суды использовали механизм возврата, схожий с процедурой виндикации вещи из чужого незаконного владения.

9. Гражданское процессуальное законодательство изначально не ориентировано на восстановление прав на бездокументарные ценные бумаги, тем более что они большей частью именные, а процессуальный закон предполагает возможность восстановить права только на предъявительские и ордерные бумаги. В целях ликвидации пробела в праве и повышении правовой определенности в указанном вопросе мы полагаем необходимым включить в главу 34 Гражданского процессуального кодекса РФ нормы, регулирующие процессуальные вопросы восстановления прав на бездокументарные ценные бумаги.

10. Мы предлагаем изложить пункт второй статьи 149.5. Гражданского кодекса Российской Федерации в следующей редакции:

«С момента, когда лицо, осуществляющее учет прав, утратило учетные записи, и до дня вступления в законную силу решения суда о восстановлении данных учета прав, оборот бездокументарных ценных бумаг приостанавливается, что означает запрет, в течение указанного периода, на любые сделки с бездокументарными ценными бумагами, обременение прав на такие бумаги, а также их использование, в том числе, в части управления юридическим лицом – эмитентом.

Приостановление оборота указанных ценных бумаг приостанавливает, на этот же период, и течение срока исковой давности, а также других сроков, предусмотренных гражданским законодательством к отношениям, связанным с реализацией и защитой прав по бездокументарной ценной бумаге».

**Структура работы:** работа состоит из двух глав, включающих шесть параграфов, введения, заключения и библиографического списка.

# Глава I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ О БЕЗДОКУМЕНТАРНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГАХ

## 1.1. Понятие и признаки бездокументарных ценных бумаг

Исторически ценные бумаги предполагали именно их бумажную форму – в виде документа, что нашло отражение и в самом словосочетании «ценная бумага»<sup>1</sup>. Вместе с тем, переход от «бумажной» формы к бездокументарной форме ценных бумаг был обусловлен объективными причинами - развитием рыночной экономики и усложнением механизма оборота объектов гражданских прав, а, в последние годы, распространением деловой активности в электронных и информационно-коммуникационных сетях, включая локальные компьютерные сети, а также глобальную компьютерную сеть Интернет, в связи с чем такой переход произошел, прежде всего, в развитых экономиках Запада.

В частности, еще в 1930-м году в Германии была высказана идея о переводе всех государственных ценных бумаг в их бездокументарную форму, хотя в то время такой переход и не был осуществлен. Впоследствии же переход к бездокументарной форме в Германии был осуществлен в виде иммобилизации ценных бумаг, когда большинство современных ценных бумаг германских эмитентов представляет собой глобальные сертификаты, хранящиеся в депозитариях и удостоверяющие права на определенное количество ценных бумаг, а вот государственные облигации в Германии сегодня предполагают только бездокументарную форму<sup>2</sup>.

В США в 1968 г. был осуществлен первый выпуск бездокументарных ценных бумаг государственным казначейством: уже в данном случае права по ценным бумагам фиксировались в особом реестре, а сделки совершались посредством проставления реестровой записи. Данный опыт оказался успешным и уже в 1986 г., ранее, чем это планировалось, выпуск облигаций в бумажной форме был прекращен. С учетом «ухода с рынка» прежних государственных ценных бумаг, выполненных в традиционной форме, после 2000 года все находящиеся в обороте государственные облигации США исключительно бездокументарны<sup>3</sup>. Примерно к тому же

---

<sup>1</sup> См.: negotiable paper (англ.), wertpapier (немецк.), titre participatif (франц.), waardepapier (голланд.), vaartpaber (эстонск.) и т.д.

<sup>2</sup> См.: Eva Micheler. Property in Securities. Comparative Study. 2017. – P.228.

<sup>3</sup> См.: Securities Dematerialization White Paper. Version 1.6. June 5. 2020. Securities Industrial Association. - P.4.

времени (конец 2000-х годов) в бездокументарной форме выпуска оказалось, по различным подсчетам, от 96% до 100% ценных бумаг частных эмитентов<sup>1</sup>. Причем к этому времени необходимость по выпуску сертификатов при эмиссии корпоративных ценных бумаг («бумажная форма») исчезла, как из федерального законодательства, так и из законодательства штатов<sup>2</sup>, а с 1 января 2008 года к торгам на основных биржевых площадках США допускаются только ценные бумаги в бездокументарной форме, что, кстати, связано и с упрощением для государства осуществления налогового контроля в указанной области<sup>3</sup>.

Такому положению дел в немалой степени способствовала популяризация бездокументарной формы ценных бумаг Ассоциацией рынка ценных бумаг (Securities Industry and Financial Markets Association)<sup>4</sup>, а также научным сообществом юристов и экономистов<sup>5</sup>.

В Великобритании переход к бездокументарной форме выпуска ценных бумаг был двухэтапным. На первом этапе была введена в действие система учета ценных бумаг «Talisman», однако она только фиксировала информацию о движении ценных бумаг без удостоверения прав на них, и в конце 1987 года не справилась с оборотом рынка ценных бумаг ввиду значительно увеличившегося количества сделок с ними. На втором этапе, в 1990-х годах, была создана новая система учета прав на бездокументарные ценные бумаги TAURUS (Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock), а к концу 1990- годов на основе устранения недостатков существующего учета была запущена новая система учета прав на ценные бумаги – CREST. После принятия Директивы о бездокументарных ценных бумагах NSI 2001/3755 2001 года пра-

---

<sup>1</sup> См.: Jill M. Considine. Escaping the parallel universe of paper certificates // <http://www.dtcc.com/news/2004/july/12/escaping-the-parallel-universe-of-paper-certificates.aspx>

<sup>2</sup> См.: Janet Wynn. When will the paper chase ever end in Arizona? // *The Business Journal*, Phoenix, 2015, № 6, – P.17-28.

<sup>3</sup> См.: Пресс-релиз Комиссии по ценным бумагам и фондовым рынкам США // <http://edocket.access.gpo.gov/2007/pdf/E7-5190.pdf>

<sup>4</sup> См.: Securities Industry Immobilization and Dematerialization Implementation Guide - The Phase Out of Stocks Certificates, Version 2.0, July, 2004. Securities Industrial Association. // <http://archives2.sifma.org/stp/pdf/SIADematerializationImpGuide.pdf>

<sup>5</sup> См.: Randall D Guynn. Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws, International Bar Association. 2016 // [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2026207](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2026207); Jill M. Considine. Escaping the Parallel Universe of Paper Certificates. // <http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/Bylined%20Articles/CONSIDINE%20-%20Escaping%20the%20Parallel%20Universe.ashx>

новой режим бездокументарных ценных бумаг стал практически обязательным и к концу 2000-х годов более 90% торгуемых на Лондонской фондовой бирже ценных бумаг было уже в бездокументарной форме<sup>1</sup>.

Аналогичные акты были приняты и в других развитых государствах мира, например, можно говорить о Законе Французской Республики № 81-1160 от 30 декабря 1981 года, Декрете Итальянской Республики № 213 от 1998 года, Королевскому декрету Испании № 116 от 1992 года и проч.<sup>2</sup>. Сегодня ценные бумаги в документальной форме уже не выпускаются почти во всех странах Европы, США, Австралии, Китае, Малайзии, Новой Зеландии, Сингапуре, Южной Африке, Аргентине, Бразилии, Мексике<sup>3</sup>.

Гражданское законодательство государств, ранее входивших в состав Советского Союза, основываясь на положениях статьи 194 Модельного гражданского кодекса государств - участников СНГ<sup>4</sup>, допускает выпуск ценных бумаг в бездокументарной форме (статья 996 ГК Азербайджана, статья 152 ГК Армении, статья 150 ГК Белоруссии, статья 129 ГК Казахстана, статья 39 ГК Кыргызстана, статья 195 ГК Украины и проч.<sup>5</sup>). При этом, во многих указанных государствах вопросы обращения бездокументарных ценных бумаг определены специальным законодательством. Например, это Законы Украины № 3480-IV от 23 февраля 2006 года "» ценных бумагах и фондовом рынке» и № 710/97-В от 10 декабря 1997 года «О Национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине», Законы Казахстана № 461 от 2 июля 2003 года «О рынке ценных бумаг» и № 126-III от 20 февраля 2006 года «О секьюритизации», Закон Беларуси «О депозитарной деятельности и центральной депозитарии ценных бумаг в Республике Беларусь»<sup>6</sup> и т.д.

Таким образом, мы наблюдаем, что повсеместно, в большинстве экономик мира, оборот прав на ценные бумаги как бы «отрывается» от

---

<sup>1</sup> См.: Максуров А.А. Правовой маркетинг. Сер.: «Проектный подход в праве». Часть I. Маркетинговый комплекс. – М.: ЭкОонис, 2017. – С.189.

<sup>2</sup> См.: Irene Martinez-Calcerrada. Note On Statutory Dematerialisation Across The European Union // [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/background/30\\_8\\_5\\_martinez-calcerrada\\_ea.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/30_8_5_martinez-calcerrada_ea.pdf)

<sup>3</sup> Paperless Around the World // <http://164.109.172.95/leadership/issues/nomorepaper/investors/paperless.php>

<sup>4</sup> Информационный бюллетень Межпарламентской Ассамблеи государств - участников СНГ. 2002. № 28.

<sup>5</sup> См.: Максуров А.А. Способы и формы отчуждения акций и долей хозяйственных обществ // Вестник Российской правовой академии. 2019. № 4. – С.28-36.

<sup>6</sup> См.: Максуров А.А. Процедурные проблемы отчуждения акций и долей хозяйственных обществ // Российский журнал правовых исследований. – 2020. Т.7. № 1. – С.23-31.

обращения их документарной оболочки, что вызвано рядом причин объективного и субъективного содержания.

Мы полагаем, что основной причиной здесь можно назвать конкретные имущественные интересы участников рынка: инвесторов и спекулянтов, эмитентов и самих торговых площадок. Очевидно, например, что современная интенсивность биржевой торговли не позволяет совершать быстрые и эффективные сделки по передаче ценных бумаг, выраженных в документальной форме, что значительно снижает возможности, как краткосрочных инвестиций, так и спекулятивной биржевой торговли. В свою очередь, оборот бездокументарных ценных бумаг позволяет осуществлять сделку одним только электронным поручением регистратору или депозитарию, то есть значительно увеличивается простота передачи и учета ценных бумаг, а это уменьшает время совершения операции и связанные с ней транзакционные издержки, хотя и увеличивает рыночную волатильность по конкретной бумаге. При бездокументарной форме инвестор не несет затрат на безопасное хранение ценных бумаг, на страхование рисков утраты или повреждения ценной бумаги, не несет затрат на их восстановление при повреждении или физической утрате.

Эмитенты, выпуская бездокументарные ценные бумаги, несут значительно меньшие затраты (вопрос не столько в стоимости самого бумажного носителя, сколько в печати защищенных от подделки бумаг, необходимости их первичного учета при печати и проч.). Также снижаются затраты и для тех торговых площадок, на которых осуществляется листинг ценных бумаг. Необходимо помнить и то, что в современных условиях одни и те же бумаги могут торговаться на различных площадках одновременно (если это не запрещено национальным законом страны, правилами конкретной торговой площадки и не противоречит проспекту эмиссии), в связи с тем в любом случае должен быть единый, «сведенный» учет торгуемых бумаг, который проще осуществлять, опять-таки, в отношении бездокументарной бумаги.

Однако явно налицо и причины фискального порядка: при наличии особого субъекта ответственности (регистратора или депозитария) органам власти проще осуществлять налоговый контроль, например, возлагая на этих лиц функции налоговых агентов, мониторинг операций с ценными бумагами в целях противодействия легализации доходов, полученных преступным путем, и в других подобных случаях<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> См.: Максуров А.А. Проблемы защиты прав участников при купле-продаже и дарении акций в непубличном акционерном обществе и долей в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью // Вестник арбитражной практики. 2020. № 1 (86). – С.43-56.

Совокупность указанных причин и обуславливает интерес национальных право порядков к закреплению оборота бездокументарных ценных бумаг.

В этом смысле российское гражданское право изначально стремилось соответствовать в этом вопросе прогрессивным зарубежным образцам и предполагало возможность выпуска бездокументарных ценных бумаг начиная с абз.2 п.1. Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденного Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 года № 78<sup>1</sup>, в котором указывалось, что ценные бумаги могут существовать в виде записей на счетах. Со вступлением в силу части первой Гражданского кодекса Российской Федерации<sup>2</sup> бездокументарные ценные бумаги как объект гражданских прав были впервые указаны на уровне федерального законодательства – в статье 149 Кодекса. Возможность выпуска бездокументарных ценных бумаг была признана и нормами Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ<sup>3</sup>, а уже с 2002 года, в силу статьи 16 указанного Закона, все именные эмиссионные ценные бумаги в России стали выпускать только в бездокументарной форме. Современное понимание законодателем бездокументарной ценной бумаги как объекта гражданского права нашло свое отражение в дальнейшем в ГК РФ, в связи с принятием Федерального закона от 02.07.2013 № 142-ФЗ «О внесении изменений в подраздел 3 раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации»<sup>4</sup>, правовое регулирование в указанной части было уточнено.

Сегодня статья 128 ГК РФ<sup>5</sup> предлагает нам следующий подход к правовому регулированию.

Во-первых, бездокументарные ценные бумаги закон, безусловно, относит к объектам гражданских прав. Во-вторых, бездокументарные ценные бумаги противопоставляются документальным ценным бумагам, что уже изначально подразумевает различие в правовом регулировании их оборота. В-третьих, они относятся к имуществу (в терминах

---

<sup>1</sup> Собрание постановлений Правительства РСФСР. 1992. № 2.

<sup>2</sup> Собрание законодательства РФ. 05.12.1994. № 32. Ст.3301.

<sup>3</sup> Российская газета. № 79. 25.04.1996.

<sup>4</sup> Федеральный закон от 02.07.2013 № 142-ФЗ «О внесении изменений в подраздел 3 раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» // Собрание законодательства РФ. 08.07.2013. № 27. Ст. 3434

<sup>5</sup> Федеральный закон «О внесении изменений в часть первую, вторую и статью 1124 части третьей Гражданского кодекса Российской Федерации» от 18.03.2019 № 34-ФЗ // [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_320398/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_320398/)

статьи «иному имуществу»). Наконец, в-четвертых, относясь к имуществу, бездокументарные ценные бумаги не признаются вещами, а отнесены законом к имущественным правам.

В этой связи в литературе отмечается, что, с одной стороны, в современной редакции статьи 128 ГК РФ бездокументарные ценные бумаги не отнесены к вещам, хотя в прежней редакции вопрос был решен иначе, но с другой стороны, законодатель отнес бездокументарные ценные бумаги к имуществу, что позволяет исследователям делать вывод о соединении в бездокументарных ценных бумагах одновременно вещно-правовых, корпоративных и обязательственных компонентов<sup>1</sup>, о чем мы подробнее поговорим ниже.

Такого рода различие документарных и бездокументарных ценных бумаг продолжено и в статье 142 ГК РФ, согласно абз.2 п.1 которой бездокументарными ценными бумагами признаются также обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав в соответствии со статьей 149 ГК РФ.

В свою очередь тот же пункт упомянутой статьи ГК РФ указывает, что документарные ценные бумаги – это документы, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов (документарные ценные бумаги).

Соответственно, документарные ценные бумаги – это документы, удостоверяющие права, тогда как бездокументарные ценные бумаги – это сами права, причем не только обязательственные, но и иные. Документарные ценные бумаги – это документы, которые удостоверяют права в силу их соответствия требованиям закона, тогда как бездокументарные ценные бумаги как права должны быть закреплены а) в решении о выпуске или б) ином акте лица, выпустившего ценные бумаги, а уже сам выпуск и такого рода «закрепление» должны соответствовать требованиям закона. Осуществление или передача прав по документарным ценным бумагам связана с необходимостью (обязательностью) предъявления самого документа, тогда как осуществление и передача прав по бездокументарным ценным бумагам возможны по особым правилам,

---

<sup>1</sup> См.: Никифоров А.Ю. Бездокументарные ценные бумаги. М., 2021 – С.18.

включающим некоторую правомочность иных лиц, а именно, необходимость для обладателя права соблюдать правила учета этих прав в порядке статьи 149 ГК РФ.

Предваряя исследование вопроса о правовой природе бездокументарных ценных бумаг с точки зрения российского права – доктрины, а также законодательства и практики его применения – обратимся к зарубежному праву, поскольку традиция правового регулирования оборота бездокументарных ценных бумаг изначально более известна национальным правовым порядкам других государств.

Прежде всего, обратимся к праву Германии, входящей, с точки зрения своей национальной правовой системы, в общую с российским правом романо-германскую правовую семью.

В Германии, по сути, существует сегодня две группы ценных бумаг интересующей нас формы: одни ценные бумаги являются изначально бездокументарными по форме, другие же, будучи по своей физической сути документами, как бы «обездвижены» в депозитарии, поскольку физически лицо обладать ими не может, то есть, документарные по форме, эти ценные бумаги являются бездокументарными с позиций их оборота.

Обе группы ценных бумаг считаются в Германии объектами права общей долевой собственности на них, поскольку, в силу действующей юридической доктрины, нет возможности индивидуализировать ценные бумаги единого выпуска, размещенные в депозитарии, относительно того или иного конкретного их владельца. В этом смысле владельцы как бы получают долю в праве собственности, пропорциональную количеству принадлежащих им ценных бумаг.

Между тем, такая конструкция далеко не очевидна. С одной стороны, хотя бы по той причине, что права на какие-либо ценные бумаги представлены лишь одним единым сертификатом без разделения на части по владельцам и количеству принадлежащих им ценных бумаг, налицо вроде бы условность применения категории «общая собственность» к таким отношениям. С другой стороны, эта же конструкция применена даже к «изначально бездокументарным» государственным облигациям, где какие-либо сертификаты не представлены в принципе<sup>1</sup>.

В англо-саксонской (англо-американской) правовой семье преобладают другие подходы.

---

<sup>1</sup> См.: Eva Micheler. Property in Securities. Comparative Study. 2017. - P.204.

В частности, для британской правовой системы характерно многообразие субъектов права, связанных с правовыми возможностями в отношении ценной бумаги, и ее оборотом (оборотом прав) в силу особой концепции права собственности<sup>1</sup>. Прежде всего, владелец бездокументарной ценной бумаги признается лицом, имеющим на нее право собственности («property»), совпадающее, по своей правовой сути, с известной триадой российского понимания права собственности как права владеть, пользоваться и распоряжаться своим имуществом. Однако, помимо «property» имеется также так называемое «право собственности по праву справедливости» («equitable title»), которым обладает любое лицо, имеющее установленные законом, решением суда или (что чаще всего) соглашением сторон правовые основания полагать указанные ценные бумаги собственными, например, в силу их приобретения у владельца. Данное лицо не внесено в реестр как собственник ценных бумаг, однако правовые притязания его на ценные бумаги не оспариваются в том числе и их формальным владельцем. В такой ситуации этот формальный владелец будет считаться «трасти», то есть лицом, как бы управляющим данными ценными бумагами, тогда как лицо, обладающее «equitable title» на них, признается выгодоприобретателем этого траста. В случае поступления иска от нового владельца – приобретателя ценных бумаг, еще не признанного таковым в силу отсутствия изменений в реестре владельцев ценных бумаг, до момента удовлетворения иска о передаче ценных бумаг и перерегистрации их в реестре за приобретателем признается право собственности на ценные бумаги по праву справедливости<sup>2</sup>.

В США Торговым кодексом США<sup>3</sup> для владельца ценных бумаг предусмотрен особый титул – «security entitlement», который представляет собой специальный титул собственника в отношении ценных бумаг - право *sui generis*, где совмещены вещно-правовые и обязательственно-правовые черты<sup>4</sup>. При этом *security entitlement* – это не только лишь право требования, а совокупность имущественных и корпоративных прав владельца бездокументарной ценной бумаги в отношении номинального держателя этих ценных бумаг, что делает такой титул близким к известному российскому праву правомочиям собственника вещи, переданной на хранение с обезличением, как это определено статьей 890

---

<sup>1</sup> См., например: Закон о бездокументарных ценных бумагах 2001 года // [http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/3755/pdfs/ukxi\\_20013755\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/3755/pdfs/ukxi_20013755_en.pdf)

<sup>2</sup> См.: Eva Micheler. Property in Securities. Comparative Study. 2017. – P.30 - 40.

<sup>3</sup> <http://www.law.cornell.edu/ucc/ucc.table.html>

<sup>4</sup> См.: Investment Securities. The Need for Harmonization and Modernization of Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws. November 2014. - P. 6.