

УДК 341.9 DOI: 10.14451/2.176.29

# Правовое регулирование бездокументарных ценных бумаг в Великобритании и США

© 2023 **Якуб Файз Вахиб**

аспирант юридического факультета. Санкт-Петербургский государственный университет. Россия, Санкт-Петербург.

E-mail: faiz84waheeb@gmail.com

© 2023 **Рагад Абдель-Амир Мазлум**

доцент факультета политических наук и права. Университет Диялы. Ирак, Баакуба.

E-mail: faiz84waheeb@gmail.com

**Ключевые слова:** англо-американское право, бездокументарные ценные бумаги, добросовестный приобретатель, номинальный держатель.

В настоящее время практически все ценные бумаги выпускаются в бездокументарной (электронной) форме, что размывает общепринятые подходы к их правовому регулированию. Новых единообразных правил еще не сложилось. Тем не менее, в большинстве стран сложилось собственное правовое регулирование. Настоящая статья посвящена нормам англо-американского права о бездокументарных ценных бумагах в Великобритании и США.

Американское право на федеральном уровне, регулирующее ценные бумаги, опирается на нормы почти столетней давности: «Закон о ценных бумагах 1933 года» (Security Act of 1933) и «Закон об обороте ценных бумаг 1934 года» (Security Exchange Act of 1934). Кроме них применяется ст. 8 «Единообразного торгового кодекса США» (Uniform Commercial Code).

Дополнением и продолжением данных законов выступают нормативные акты на уровне штатов и Модельный закон о корпорациях (Model Business Corporation Act). В совокупности они получили название Законы голубого неба (Blue sky laws).

Согласно §8-1102 Uniform Commercial Code под ценной бумагой (security) понимается акция или

любое другое обязательство эмитента. Ее признаками являются способность быть объектом сделки на рынках ценных бумаг или фондовых биржах, выступать средством инвестирования, регистрироваться в специальном реестре.

Подобное определение является крайне неопределенным, вследствие чего только акции можно бесспорно признать ценными бумагами. Понимая, что этого недостаточно, американское законодательство вводит понятие коммерческих бумаг (negotiable instruments). Они считаются отдельным правовым институтом или квазиденьгами. К ним относят векселя, чеки, депозитные сертификаты.

Понятие бездокументарной ценной бумаги гораздо более лаконично. Под ней понимает-

ся «security» не удостоверенная сертификатом (uncertificated security).

США является государством, впервые в мире эмитировавшим бездокументарные ценные бумаги. Это произошло в 1968 году под эгидой федерального казначейства. Права на них протоколировались в специальном реестре, соответственно сделки с электронными ценными бумагами осуществлялись с помощью записей в этом реестре [6]. В дальнейшем подобный подход стал общепринятым. Как следствие в начале нового тысячелетия практически завершился переход в бездокументарную форму всех ценных бумаг, выпущенных как государством, так и частными физическими и юридическими лицами. Это привело к постепенной отмене в законодательстве штатов обязанности представлять при эмиссии новых ценных бумаг сертификат. Логическим завершением данного процесса стал запрет размещать и торговать документарными «security» на NASDAQ с 2008 года [5].

Лицо, указанное в специальном реестре, признается законным правообладателем бездокументарных ценных бумаг. Ему предоставляется особый комплекс прав (титул), именуемый security entitlement.

Наиболее распространенное описание этого титула содержится в официальном комментарии к разделу 8 Единообразного торгового кодекса США. Security entitlement не является правом требования в отношении определенной вещи; это целая совокупность прав и интересов, которые обладатель бездокументарных ценных бумаг имеет в отношении их номинального держателя..., который обязан следить за тем, чтобы обладатель сохранял за собой все имущественные и корпоративные права, удостоверяемые ценными бумагами [4].

Данная конструкция создана и является жизнеспособной в англо-американском праве, но в романо-германской правовой семье ее создать невозможно, поскольку слишком сильно смешиваются вещные и обязательственные элементы. Тем не менее определенной аналогией

выступает институт хранения с обезличением, а точнее права собственника такой вещи (статья 890 ГК РФ).

При таком хранении вещи поклажедателей смешиваются друг с другом, и в их отношении возникает право общей долевой собственности.

При security entitlement также нельзя разделить ценные бумаги, принадлежащие разным лицам. В результате инвесторы в совокупности по факту обладают правом общей долевой собственности на весь массив бездокументарных ценных бумаг. Одновременно они сохраняют права требования к номинальному держателю, включая возможность возврата и уступки электронных ценных бумаг.

Регистрация прав лица на бездокументарную ценную бумагу происходит, когда посредник:

- обязан путем кредитования счета ценных бумаг в соответствии с законодательством отразить поступление финансового актива;
- приобретает финансовый актив для данного лица либо получает его от данного лица, отражая это путем кредитования счета ценных бумаг;
- отмечает в своих записях, что финансовый актив кредитован на счет ценных бумаг.

Переход бездокументарных ценных бумаг из рук в руки осуществляется быстрее по сравнению с их документарными предшественниками. Наиболее ярко это проявляется при биржевых торгах. Отсюда необходимость защиты прав собственников электронных ценных бумаг является насущной необходимостью.

Согласно §8–106 ЕТК США приобретатель вправе контролировать электронные ценные бумаги и определять их судьбу в двух случаях: если ценные бумаги зачислены на его счет, а также когда номинальный держатель обязался поступать исключительно в соответствии с распоряжениями приобретателя без добавления своих интересов. Второй вариант как раз и охватывает массив биржевых сделок, когда ценные бумаги переходят к новым приобретателям несколько

раз за день.

В последнем случае ключевой становится проблема защиты добросовестного приобретателя ценных бумаг. В американском праве она дается к номинальному держателю, признанному банкротом против исков третьих лиц. Если электронные ценные бумаги перешли под контроль иного лица, то прежний собственник может и должен начинать спор не с добросовестным приобретателем, а требовать возмещение убытков у номинального держателя.

Таким образом, интересы гражданского оборота имеют приоритет даже перед записями в реестрах. Следовательно, нормой на сегодняшний день становится защита своих прав, основанных на электронных ценных бумагах, новым приобретателем перед лицом, указанным в реестре как собственник.

Частноправовой оборот бездокументарных ценных бумаг носит трансграничный характер, вследствие чего инвестор может владеть ценными бумагами, выпущенными в разных странах. При этом регистраторы-депозитарии также могут находиться в самых разных местах, включая оффшорные зоны. Это серьезно усложняет проблематику защиты интересов обладателей ценных бумаг. Здесь национальное право перетекает в международное.

Коллизионное право в отношении инвестиционных ценных бумаг содержится в §8–110 ЕТК США. Действительность бездокументарной ценной бумаги, а также права и обязанности эмитента определяются его национальным правом. Порядок оборота бездокументарных инвестиционных ценных бумаг, как и комплекс прав и обязанностей номинального держателя, выступающего посредником, прописывается в его национальном праве. Эти нормы носят диспозитивный характер и могут изменяться соглашением между собственником и посредником. Обычно оно расширяет область действия национального права номинального держателя.

При этом следует учитывать, что право США

имеет тенденцию к экстерриториальности и расширению своей компетенции. Во всех случаях, когда это возможно, американские суды распространяют свою юрисдикцию и нормы законодательства и судебной практики США на любые отношения. Оборота бездокументарных ценных бумаг не исключение.

Английское право несколько отстает от американского в регулировании бездокументарных ценных бумаг. Решительный переход на электронный оборот ценных бумаг в королевстве произошел только в последние годы прошлого тысячелетия, когда уже стало невозможно отрицать кардинальные изменения в биржевых торгах. Сделки с документарными активами превратились в анахронизм.

В качестве основного нормативного акта в Англии выступает появившаяся в 2001 году Директива о бездокументарных ценных бумагах NSI 2001/3755 (далее – Директива), которая определяет порядок функционирования системы учета прав на бездокументарные ценные бумаги (CREST), а также их правовой режим [7]. Сейчас объем рынка документарных ценных бумаг в Великобритании не превышает нескольких процентов от общей массы.

Критериями отнесения ценной бумаги к бездокументарной являются два признака: фиксация в специальном реестре Оператора прав на нее, особенно собственности и переход этих прав к другим лицам исключительно посредством CREST (ст. 3 Директивы).

Как и в США, классической ценной бумагой в королевстве признается акция. При выпуске нового пакета акций совет директоров компании принимает отдельное решение о добавлении новых бездокументарных ценных бумаг в CREST либо данный момент напрямую прописывается в уставе организации. Иные ценные бумаги могут включаться в CREST только с согласия оператора системы. Фактически такое согласие выступает отнесением того или иного объекта к бездокументарным ценным бумагам. Оператором выступает специальная государственная

структура, что позволяет создать единый реестр электронных ценных бумаг.

Подход к правовому статусу электронной ценной бумаги в английском праве отличается характерными особенностями. В отличие от континентального права в Англии проходил процесс приспособления средневековых правовых институтов к современным реалиям.

Согласно нормам законодательства «хозяин» бездокументарных ценных бумаг считается собственником. Соответственно тот, кто внесен в реестр CREST как собственник, воспринимается таковым всеми остальными и сосредоточивает в своих руках весь комплекс прав по отношению к объекту (property). Это классические нормы собственности по общему праву Англии (common law).

Однако наряду с общим правом собственности в Англии действует право справедливости (equitable title), которое решает вопросы несколько по-иному. Если у лица есть основание считать электронную ценную бумагу своей, то даже при противоречии положениям общего права, он может признаваться собственником по праву справедливости. При этом речь отнюдь не обязательно идет о добросовестном приобретателе.

Таким образом, допускается существование параллельно двух правовых статусов. С одной стороны, собственник по общему праву, с другой стороны, управляющий ценными бумагами (трасти) в рамках права справедливости. При переходе прав к другому лицу, последний даже в случае недобросовестности расценивается как выгодоприобретатель данного траста. Это конструкция доверительной собственности.

Подобная конструкция активно применяется в судебных спорах о принуждении продавца к передаче бездокументарных ценных бумаг истцу. В процессе рассмотрения данного дела приобретатель признается собственником электронных ценных бумаг по праву справедливости. Данное право временно отменяет право собственности (property) по общему праву.

При удовлетворении требований истец заменяет доверительную собственность классической property и вносится в реестр. При отказе в иске доверительная собственность пропадает [2].

В случае, когда на момент рассмотрения дела в суде бездокументарные ценные бумаги уже перешли второму и последующим покупателям, то все отчуждатели рассматриваются как трасти, а не только первоначальный. Это позволяет «растянуть» конструкцию доверительной собственности на всех участников и дать возможность защитить свои права последнему приобретателю.

Применительно к добросовестным приобретателям действуют инструменты защиты, разработанные в рамках общего права. Подавляющее большинство электронных ценных бумаг торгуются на фондовых биржах и в обязательном порядке учитываются в CREST. Как следствие все спорные вопросы прописаны в Директиве.

Согласно Директиве, не допускается предъявление претензий к приобретателю, который не был в курсе о незаконности отчуждения бездокументарных ценных бумаг. Обязанность сообщения подобных сведений возлагается на продавца. Это позволяет защитить интересы биржевого оборота.

Если ценные бумаги не внесены в систему CREST, то вместо Директивы действуют положения о защите добросовестных приобретателей, закрепленные в Законе о собственности 1925 года. Сфера действия этого нормативного акта постоянно сокращается, но еще сохраняет силу. Считается, что добросовестность присутствует, когда приобретатель не знает о правах других лиц на электронные ценные бумаги. Бремя доказывания переносится с добросовестного приобретателя на других лиц [3].

Существует в Директиве отдельная норма, касающаяся иностранных ценных бумаг. Если законодательство места создания ценной бумаги устанавливает особые правила ее выпуска, в том числе запрет на существование в бездокументарной форме, не допускает переход на нее

с помощью специальных реестров, то эмитент не должен совершать подобных действий на территории Англии. Иными словами, все возможные риски, вытекающие из дематериализации и иммобилизации ценных бумаг, падают на их эмитента, а не на оператора системы [1].

В целом если проводить сравнение, то американское право лучше прописывает комплекс прав и обязанностей обладателя бездокументарных ценных бумаг, сформировав специальный правовой институт *security entitlement*. Кроме того, право США и сложившаяся практика успешней

решают вопросы с переходом электронных ценных бумаг от одного лица к другому и защите добросовестных приобретателей.

В свою очередь английскому праву удалось в отличие от американского права создать единый реестр бездокументарных ценных бумаг, в котором фиксируются их обладатели. Тем не менее, следует признать, что степень правовой разработанности правил регулирования бездокументарных ценных бумаг в англо-американском праве является одной из ведущих в мире.

### Библиографический список

1. Международное и зарубежное финансовое регулирование: институты, сделки, инфраструктура / под ред. А. В. Шамраева. — Центр исследований платежных систем и расчетов, 2014. — 640 с.
2. Никифоров А. Ю. Бездокументарные ценные бумаги / СПС Консультант Плюс. — URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=CMB&n=17695>.
3. Чичаева Ю. А. Основные направления реформы земельной собственности в Англии в 1922–1925 годах // Вестник МГУ серия 11 Право. — 2013. — № 1. — С. 139–145.
4. James Steven Rogers / ed. by А. В. Шамраева. — Boston : Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, 1996.
5. Self-Regulatory Organizations; Boston Stock Exchange, Inc.; Order Granting Approval of a Proposed Rule Change Amending Rules To Require Securities Become Eligible for a Direct Registration System (Пресс-релиз Комиссии по ценным бумагам и фондовым рынкам США от 15 марта 2007 года) / U.S. Government Publishing Office. — URL: <http://edocket.access.gpo.gov/2007/pdf/E7-5190.pdf> (visited on 12/23/2022).
6. SSecurities Dematerialization White Paper. Version 1.6. June 5. 2000. Securities Industrial Association. P. 4 / SIFMA. — URL: <http://archives2.sifma.org/stp/pdf/dematerialization.pdf> (visited on 12/23/2022).
7. The Uncertificated Securities Regulations 2001 (Директива о бездокументарных ценных бумагах 2001 года NSI 2001/3755) / The National Archives. — URL: [http://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/3755/pdfs/uksi\\_20013755\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/3755/pdfs/uksi_20013755_en.pdf).