

Правовые проблемы организованного рынка ценных бумаг

Вступительная статья к сборнику "Организованный рынок государственных ценных бумаг Российской Федерации", изд. Международный центр финансово-экономического развития, Москва, 1997 г.

Предлагаемый сборник фиксирует определенный этап в развитие рынка ГКО-ОФЗ, характеризующийся целым рядом признаков.

Во-первых, современный этап развития рынка ГКО ОФЗ-ПК характеризуется созданием мощной современной инфраструктуры, позволяющей осуществлять операции с этими ценными бумагами в самых отдаленных территориях России при сохранении единства этого рынка. В настоящее время создано и функционирует восемь крупных центров торговли ГКО и ОФЗ-ПК (включая Москву). Единство рынка обеспечивается не только наличием общей Торговой системы или Головного депозитария, но и теми "правилами игры", которые на нем установлены.

Во-вторых, современный этап развития рынка ГКО и ОФЗ-ПК характеризуется дифференцированным подходом к участникам рынка - официальным Дилерам. Выделение первичных Дилеров, с одной стороны, было обусловлено всем развитием рынка, поскольку ряд требований, необходимых, в частности, для поддержания стабильности рынка, могли выполнить далеко не все участники. Необходимо отметить, что выделение группы Первичных Дилеров происходило на основании добровольного решения самого участника рынка. Именно на Первичных Дилеров ложится решение основных задач по поддержанию рынка, в частности, путем выполнения нормативов участия, а также обязанности по поддержанию котировок. С другой стороны, к Первичным Дилерам не только предъявляются повышенные требования, но и предоставляются определенные права. В настоящее время, в частности, для Первичных Дилеров допускается возможность совершения сделок с превышением в ходе торгов объема заранее депонированных средств с условием закрытия короткой позиции на основании сделок РЕПО. Профессиональная функция официальных Дилеров, не вошедших в число первичных, по сути сводится к выполнению брокерских функций и выполнения функций Депозитария. Такие Дилеры, по сути являются инвесторами по сделкам, совершенным ими от своего имени и за свой счет.

В третьих, современный этап развития рынка ГКО и ОФЗ-ПК характеризуется усиление значения этого рынка для целей осуществления денежной кредитной политики, а также для исполнения бюджета.

Рассматривая ГКО и ОФЗ в качестве наиболее ликвидного и надежного способа инвестирования свободных денежных средств, нельзя не отметить значительное количество вопросов, возникающих в практике совершения операций с этими ценными бумагами.

Поэтому в настоящей вступительной статье представляется целесообразным рассмотреть основные виды сделок с ГКО и ОФЗ-ПК с позиций соотношения требований нормативных документов, регламентирующих выпуск и обращение ГКО и ОФЗ-ПК, требованиям гражданского законодательства.

## ДВА ОСНОВНЫХ ТИПА ДОГОВОРНЫХ ОТНОШЕНИЙ.

В целом договорные отношения на рынке ценных бумаг, в том числе рынке государственных ценных бумаг могут быть условно разделены на следующие основные виды договорных отношений.

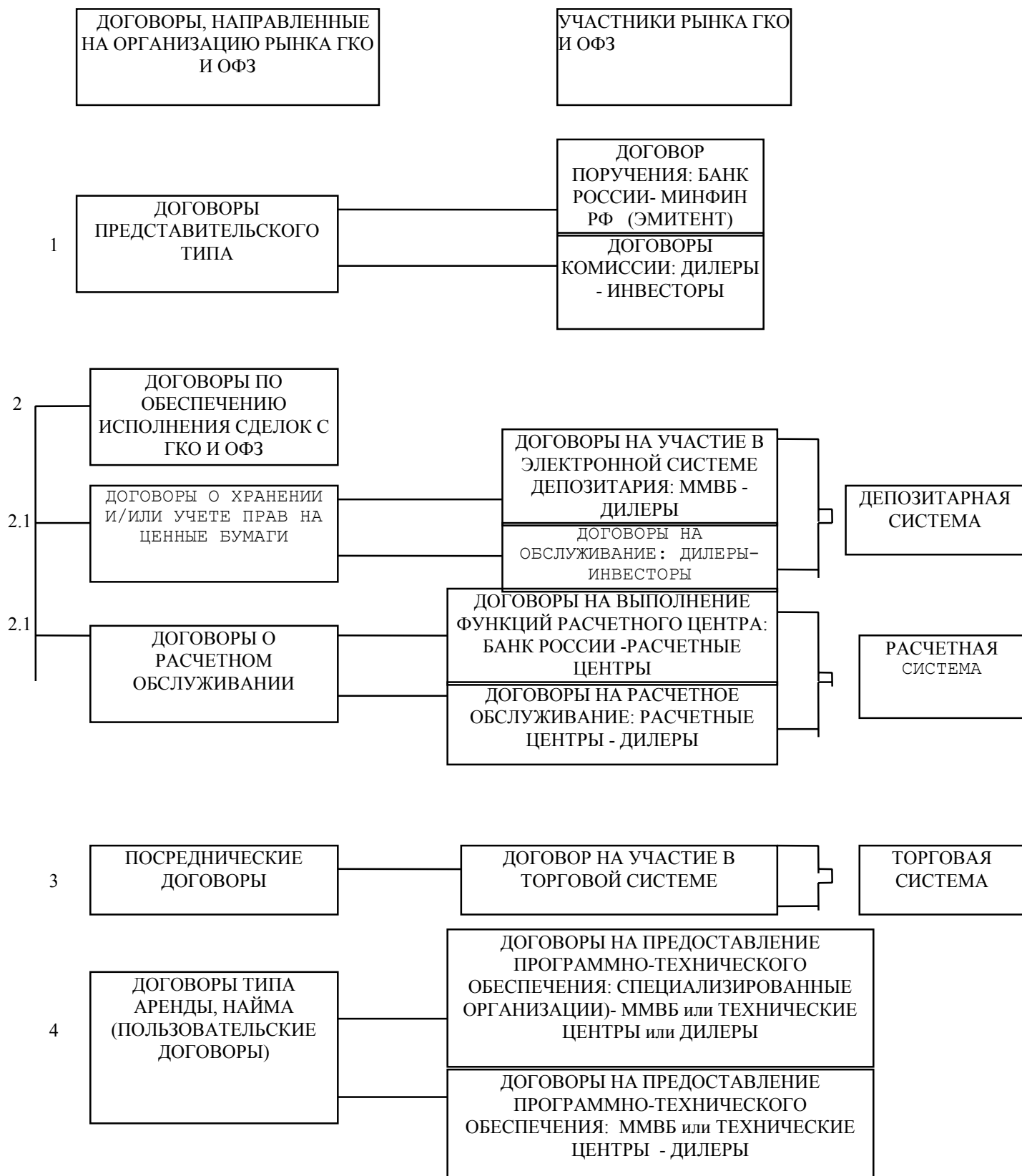
1) Прямые сделки с ценными бумагами -договоры, ????, которых непосредственно являются ценные бумаги, а ??? их отчуждение, обременение или иные действия (купля-продажа, мена, залог и т.д.) ;

Первый тип определяет возможные операции с ценными бумагами (по видам договоров) и лишь частично характеризует тот или иной инструмент с точки зрения его привлекательности для участников рынка. При этом интерес для участников рынка государственных ценных бумаг могут представлять такие операции с государственными ценными бумагами, как купля-продажа, в том числе купля-продажа с обратным выкупом (РЕПО), а также залоговые операции, имеющие значение, в частности, для развития ломбардного кредитования.

2) Косвенные сделки с ценными бумагами - договоры, ???, которых являются действия (фактические или юридические), обеспечивающие заключение и исполнение “прямых” сделок. Эти договоры также можно назвать договорами, направленными на организацию рынка.

Сделки второго типа не являются отдельным предметом рассмотрения настоящей статьи, учитывая ограниченный объем последней, однако схематично могут быть представлены следующей схемой.

СИСТЕМА ОСНОВНЫХ ДОГОВОРНЫХ ОТНОШЕНИЙ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ГКО И ОФЗ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОРГАНИЗАЦИЮ РЫНКА.



## ОСОБЕННОСТИ “ПРЯМЫХ” СДЕЛОК С ГКО и ОФЗ-ПК

В настоящее время на рынке ГКО и ОФЗ-ПК существуют определенные ограничения на виды сделок с указанными ценными бумагами. В частности, до последнего времени только такой вид договора, как купля-продажа Облигаций, считался соответствующим установленным правилам обращения этих ценных бумаг.

Представляется целесообразным, не вдаваясь в подробности о причинах таких ограничений, пояснить правовой аспект этой проблемы.

Интересна трактовка ограничений на сделки с облигациями, основанная на распространенной точке зрения на правовую природу безналичных денег и ценных бумаг, как объектов обязательственного права (критика этой точки зрения содержится, например, в статье “Безналичные ценные бумаги - фикция или реальность”, “Рынок ценных бумаг”, 1996 г. №№ 18-20 ).

Например, в комментарии к ГК РФ<sup>1</sup> в обоснование того, что ГКО и ОФЗ-ПК не являются объектами права собственности, указывается что “”собственник” не может свободно распоряжаться объектом своей собственности, ибо не вправе совершать с ним никаких иных операций кроме тех, которые прямо оговорены им в особом договоре с лицом, уполномоченным Центробанком на обслуживание операций с этими “облигациями”... при этом заключение данного договора является обязанностью, а не правом “владельца облигаций”. Ясно, что юридически речь здесь идет не о праве собственности как разновидности вещных прав (ст. 209 ГК РФ), а о чисто обязательственных правоотношениях, где права кредитора закрепляются соответствующей записью в памяти ЭВМ и реализуются исключительно с помощью обслуживающей организации, специально уполномоченной на это должником - “эмитентом””.

Такой вывод представляется недостаточно обоснованным.

Прежде всего в данном случае смешаны несколько признаков, которые могут характеризовать объект вещных прав:

- 1) правовая природа учета ценных бумаг “в памяти ЭВМ”.
- 2) ограничения на распоряжение ГКО и ОФЗ-ПК

Подробное обоснование правовой природы безналичных ценных бумаг как объектов права собственности и иных вещных прав не является предметом рассмотрения настоящей статьи. В данном случае, на основании лишь ст. 149 ГК РФ примем без дополнительного рассмотрения утверждение о том, что записи, как правило, по счетам депо, ведущимся специализированными организациями - Депозитариями, по своим правовым последствиям приравниваются к ценным бумагам и, ????? ?????, являются объектом вещных прав. Запись по счету вместо классической ценной бумаги - ?????????, удостоверяющей определенные имущественные права, заменяет такой документ и вместо него становится способом фиксации указанных имущественных прав.

В данном случае хотелось бы обратить внимание, в контексте изложенной в указанном комментарии к ГК РФ критики безналичных ценных бумаг, на другой аспект проблемы учета ценных бумаг на соответствующих счетах. В приведенном выше взгляде на “учетные записи в памяти ЭВМ”, по-моему мнению, содержится превратное понимание возможностей учета ценных бумаг по счетам. Безусловно, потребность в признании “безналичных” ценных бумаг появилась с развитием технологий, основанных на электронно-вычислительных средствах. Однако, все, что рассмотрено в гл. о счетах депо и записях по счетам депо применимо и в тех случаях, когда депозитарный учет основан на бумажных технологиях.

Ведь речь в данном случае не идет о появлении электронного документа - аналога классической документарной ценной бумаги. “В памяти ЭВМ” в записях на счетах депо нет тех же

---

<sup>1</sup> Комментарий части первой Гражданского Кодекса Российской Федерации для предпринимателей, Москва, 1995 г., стр. 187-188.

реквизитов (только скрепленных электронной подписью), что и в ценной бумаге. Подробная характеристика ценных бумаг, учитываемых на счете депо, в частности, объем удостоверенных ими прав фиксируется в зависимости от выбранной эмитентом формы выпуска. Для государственных ценных бумаг - ГКО и ОФЗ-ПК- на рынке государственных ценных бумаг - ? ?????????? ?????????? ? в условиях их выпуска.

Что касается аргумента об ограничениях распоряжении принадлежащими облигациями, то в данном случае необходимо учитывать, с одной стороны, установленное в ст. 209 ГК РФ право собственника вправе по своему усмотрению совершать в отношении принадлежащего ему имущества любые действия, не противоречащие закону и иным правовым актам, обременять имущество другими, не перечисленными в Гражданском кодексе способами.

На рынке ГКО и ОФЗ-ПК ограничения, связанные с допускаемыми видами сделок и содержащиеся в нормативных актах Банка России, подкреплены нормами договоров.

В частности, обязательство Инвестора не давать Дилеру поручений к счетам “депо”, не связанных с совершением и исполнением сделок купли-продажи, включено в договор между Дилером и Инвестором на открытие и обслуживание счета “депо”. Обязательства Дилера не совершать с ГКО и ОФЗ-ПК сделок, не предусмотренных нормативными документами, также основано на договоре между ним и Банком России.

Участники рынка, таким образом, добровольно, на основании договора ограничивает свое право распоряжения ГКО и ОФЗ-ПК, что не противоречит, на мой взгляд, ст. 209 ГК РФ, принимая тем самым “правила игры” на этом рынке. Ограничения, содержащиеся в казанном договоре, касаются не потенциальных, а реальных владельцев.

К числу основных неблагоприятных юридических последствий совершения сделок, не соответствующих установленным правилам, относятся возможность применения санкций со стороны контрагента за нарушение договорных обязательств, а также основанный на договоре отказ контрагента совершить действие, не соответствующее требованиям договора. Примером последнего может служить отказ Дилера-Субдепозитария осуществить перевод ценных бумаг со счета депо владельца инвестора, не соответствующий установленным правилам бухгалтерского учета, которые Дилер-Субдепозитарий обязан соблюдать.

Участников рынка (Дилеров и инвесторов), не согласных с “правилами игры”, нельзя принудить при?ти на этот рынок, как это было свойственно для государственных займов в советское время. В настоящее время существует несколько рынков государственных ценных бумаг и инвесторы вольны выбирать наиболее подходящий для них инструмент. В частности, альтернативой для инвестора может явиться “оптово-розничный” рынок облигаций государственного сберегательного займа, доходы по которым ориентированы на рынок ГКО и ОФЗ-ПК и который по условиям обращения может быть более для него привлекателен.

## 1. СДЕЛКИ КУПЛИ-ПРОДАЖИ

Правила обращения облигаций содержат указание на то, что все сделки купли-продажи заключаются только через Торговую систему. Эти сделки заключаются в электронной форме.

В настоящее время в связи с проблемами, существующими как в определении, так и в признании электронных подписей, использование последних при заключении сделок не указано ни в нормативных актах, ни в договорах, действующих на рынке ГКО и ОФЗ-ПК.

Формально-юридически проблема заключается в том, что в настоящее время в национальном законодательстве Российской Федерации существуют известные требования Указа Президента РФ от 3 ?????? 1995 ??? №334, касающиеся необходимости ?????????????? ????? ??????????, ??? ??????????-????????? ??????????.

Противопоставить такому требованию ??????, ?????????, ?????????????? ????????? ??, ??????, поскольку в соответствии с п. 2 ст. 160 ГК РФ использование, в частности, электронно-цифровой подписи подписи допускается в случаях и в порядке, предусмотренных законом, иными правовыми актами (к числу которых относятся и Указы Президента РФ) или соглашением сторон.

Таким образом, с юридической точки зрения, в настоящее время при заключении сделок с ГКО и ОФЗ-ПК не соблюдается требование ст. 161 ГК РФ об обязательности письменной формы сделок юридических лиц между собой и с гражданами.

Вместе с тем, несоблюдение этого требования не мешает нормальному функционированию рынка, так как по сути единственным негативным последствием его несоблюдения является невозможность в случае спора сослаться в подтверждение сделки и ее условий на свидетельские показания (ст. 162 ГК РФ).

Вместе с тем в последнем случае стороны могут приводить письменные и другие доказательства. Таким образом, представляется, что, в частности, отчетные документы Торговой системы вполне могут служить письменным доказательством в случае возникновения каких-либо споров, связанных с заключением или исполнением сделок.

Именно потому, что сделки заключаются не в письменной, а по сути, в “электронной” форме, неподписание Дилером отчетных документов (выписки из реестра сделок) не является основанием для запрета проведения расчетов по его сделкам (п. 4.26. Положения об обслуживании и обращении государственных краткосрочных бескупонных облигаций.)

Заключение сделок через Торговую систему можно рассмотреть еще в одном аспекте.

Известно, что рынок ценных бумаг в России в определенной степени сегментирован.

Пожалуй, понятие “единый общероссийский финансовый рынок” применимо только к рынку ГКО и ОФЗ-ПК.

Однако стремление к организации рынка различных ценных бумаг порождает различные биржевые и небиржевые системы торговли ценными бумагами, которым при определенной их замкнутости все же свойственна публичность отношений.

Это означает, что, в случае рассмотрения конфликтных ситуаций, связанных с заключением или исполнением сделок с ГКО и ОФЗ-ПК теоретически существует вероятность отнесение судебной практикой такого рода договоров, заключенных с помощью каких-либо торговых систем, к числу договоров, заключаемых на торгах.

Вместе с тем, нормы нового, в определенной степени прогрессивного Гражданского кодекса РФ с формально юридической стороны очень сильно отстают от потребностей финансового рынка и практически не рассчитаны ни на специфику используемой на финансовых рынках инфраструктуры, ни на особенности объектов гражданского права, обращающихся на этих рынках. В этой ситуации необходимо чтобы “и волки были сыты, и овцы целы”, то есть речь идет о необходимости более широкой трактовки положений Гражданского кодекса РФ при соблюдении минимума требований, устанавливающих основные принципы (но не детали) торгов, которые могут быть применимы на финансовых рынках.. Эта проблема становится тем более актуальной в связи с развитием залоговых отношений в том числе на рынке ГКО и ОФЗ-ПК, предполагающих реализацию заложенного имущества (эта проблема будет рассмотрена ниже. В соответствии с п. 1 ст. 350 ГК РФ реализация заложенного имущества производится путем продажи с публичных торгов в порядке, установленном процессуальным законодательством, если законом не установлен иной порядок.

В связи с этим возникает, в частности, вопрос о возможности использования Торговой системы ММВБ для реализации заложенных ГКО или ОФЗ-ПК. Весьма проблематично даже представить себе реализацию ГКО или ОФЗ-ПК в точном соответствии со статьями 447-449 ГК РФ.

Любую ситуацию можно довести до абсурда. Если судебная практика не пойдет по пути признания ? ??????? ???????? правил торговли, установленных в различных торговых системах, функционирующих на фондовом рынке, к числу которых относятся и фондовые биржи, и электронные системы торговли и Торговая система ММВБ, не останется ничего другого кроме возможных аргументов о непротиворечивости правил торгов нормам Гражданского кодекса РФ. Причем спасти положение может не столько степень убедительности аргументов, сколько проблема их опровержения.

В связи с этим хотелось бы, пока исходя лишь из “спортивного интереса” попытаться сравнить основные элементы правил торгов в Торговой системе ММВБ и статей 447-449 ГК РФ.

- В соответствии с п. 2 ст. 447 ГК РФ в качестве организатора торгов может выступать собственник вещи или обладатель имущественного права либо специализированная организация. Специализированная организация действует на основании договора с собственником вещи или обладателем имущественного права и выступает от их имени или от своего имени.

На рынке ценных бумаг указанные выше организации, выполняющие функции Торговых систем, как правило являются организаторами торгов, устанавливающими правила заключения и исполнения сделок, и не выступают ни в одном из качеств указанных в ст. 447. Эти организации ни с кем не заключают сделок купли-продажи ценных бумаг, они лишь организуют рынок, сводя покупателей и продавцов.

Сказанное применимо и к рынку ГКО -ОФЗ-ПК с той лишь разницей от рынков других ценных бумаг, что функцию организатора торгов в основном выполняет Банк России, а в Торговой системе они реализуются на практике. Банк России, являющийся организатором рынка ГКО и ОФЗ-ПК, в том числе торгов, также не подпадает ни под одну категорию, указанную в ст. 447 ГК РФ, если только сам теоретически не будет выступать залогодателем ценных бумаг - ГКО и ОФЗ-ПК.

По каким-то причинам ни в первом, ни во второй части Гражданского Кодекса не содержится регулирование посреднической деятельности, что и представляет собой деятельность "Торговых систем" в чистом виде. В данном случае остается лишь использовать понятие организатора торгов, содержащееся в принятом недавно Федеральном законе "О рынке ценных бумаг".

В п. 2 ст. 447 ГК РФ речь идет о специализированной организации, как организаторе торгов, которая действует на основании договора с собственником вещи или обладателем имущественного права и выступает от их имени или от своего имени.

Этот пункт можно протрактовать в пользу специализированных организаций - посредников, указав, что такая организация действует от своего имени при организации торгов, поскольку из указанной выше нормы не следует напрямую, что она должна выступать от своего имени в сделках купли-продажи ценных бумаг.

б) нормы о торгах предполагают одно "победившее" лицо, с которым и заключается договор. На торгах по ценным бумагам - ГКО и ОФЗ-ПК, участники заключают сделки друг с другом и "победителем" является каждый, кому удалось заключить сделку.

Напрямую в нормах ГК РФ не установлено императивно, что такое лицо должно быть единственным ( хотя, "по духу" ГК РФ именно это и предполагается). Наличие нескольких "победителей" очевидно не противоречит ГК РФ.

в) сроки, установленные для распространения информации о проведении торгов, также неприменимы к рынку ценных бумаг.

Правила торговли ценными бумагами рассчитаны не на разовые операции, а постоянные операции. Время и форма, а также иные правила проведения торгов известны постоянно. Например требование п. 2 ст. 448 о том, что извещение о проведении торгов должно быть сделано организатором не менее чем за тридцать дней до их проведения, может считаться соблюденным на рынке ГКО и ОФЗ-ПК, поскольку установленные правила торговли позволяют за тридцать дней до очередной торговой сессии знать, что она будет проведена.

Таким образом, требования ст. 448 в отношении сроков можно считать соблюденными.

г) Пункт пятый ст. 448 предполагает заключение договора в письменной форме по результатам торгов путем подписания протокола о результатах торгов.

Торговля ценными бумагами, особенно электронная торговля осуществляется на несколько иных принципах, описанных выше.

Как отмечалось, победителем является лицо, чья заявка удовлетворяется, поскольку именно удовлетворение заявки в Торговой системе означает заключение сделки непосредственно в ходе торговой сессии (в настоящее время при отсутствии письменной формы договора).

В правилах также предусмотрено составление Торговой системой итоговых документов, однако неподписание участником торгов выписки из реестра сделок, как отмечалось выше.

Если заняться казуистикой, то можно сказать, что это отличие торгов по ценным бумагам от гражданского кодекса не противоречит последнему, поскольку результат торгов по конкретной сделке известен в процессе торговой сессии. (По результатам рассчитываются лишь нетто-обязательства, необходимые для исполнения сделок).

Если бы в торгах с ГКО и ОФЗ-ПК использовалась электронно-цифровая подпись, отвечающая требованиям законодательства, то в этом случае речь также шла бы о подписании конкретной сделки в ходе торговой сессии, а не по итогам торгов

Изложенное дает основание считать, что заключение договоров на торгах, урегулированное гражданским законодательством, и торги по ценным бумагам совпадают лишь терминологически, по сути речь идет о разных способах заключения договоров, хотя если вдруг возникнет необходимость представления доказательств “непротиворечивости” операций на рынке ценных бумаг Гражданскому кодексу, их все же можно представить.

Вместе с тем, по нашему мнению, по крайней мере судебная практика должна учесть существующие особенности финансовых рынков и не требовать соблюдения классических норм Гражданского кодекса, рассчитанных на регулирование иных отношений.

Отсутствие электронной подписи препятствует в настоящее время, в частности, тому, чтобы технология торговли ГКО и ОФЗ-ПК могла бы быть применена к таким банковским сделкам, как договор кредита (в частности, это относится и к кредитам, предоставляемым банком Банком России). Это связано с тем, что в отличие от договоров купли-продажи в отношении кредитных договоров прямо установлено последствие недействительности письменной формы сделки (ст. 820 ГК РФ).

## 2. СДЕЛКИ РЕПО

В соответствии с п. 1 ст. 8 ГК РФ гражданские права и обязанности возникают не только из договоров и иных сделок, предусмотренных законом, но и из договоров и иных сделок, хотя и не предусмотренных законом, но и не противоречащих ему. Гражданское законодательство позволяет также при неурегулированности каких-либо гражданско-правовых отношений применять к последним аналогию права или аналогию закона.

Таким образом, неурегулированность отношений “РЕПО” нормами Гражданского кодекса не препятствует регулированию этих отношений соглашениями сторон.

Представляется, что сделка РЕПО представляет собой единый договор купли-продажи, состоящий из двух частей, юридически связанных друг с другом.

Понятие сделки купли-продажи с обратным выкупом как единой сделки известно также Германскому законодательству, хотя в общем отличается от рассматриваемой в настоящей статье сделки тем, что по второй части, например, для обратного покупателя установлено право выкупа, а не обязанность, тогда как в рассматриваемой сделке РЕПО для обеих сторон по сделке в полном объеме безусловно возникают и права и обязанности покупателя или продавца.

Данная сделка РЕПО практически равнозначна тем ситуациям, когда одновременно заключаются две сделки; кассовая на продажу и срочная на покупку ценных бумаг для одной стороны и, наоборот, - для другой. Представляется, что применима и та и другая формы, однако терминологически обратный выкуп должен предполагать правовую связь с произведенной ранее продажей.

В сделке РЕПО, в отличие от кредитования под залог, воля стороны-покупателя первой части сделки направлена именно на приобретение объекта сделки РЕПО в собственность, что позволяет ему осуществлять правомочия собственника в отношении приобретенных ценных бумаг до момента исполнения второй части сделки. Квалификация договора именно как РЕПО, а не кредита под залог, позволяет предусмотреть последствие, которое недопустимо в залоговом договоре и которое заключается в возможности оставления ценных бумаг в собственности лица, являющегося обратным продавцом по второй части сделки, в случае неисполнения обязательств по выкупу бумаг со стороны его контрагента.

Возможную проблему, касающуюся адекватности трактовки договора РЕПО как договора купли-продажи, может представлять с позиций классического права объект договора



- взаимозаменяемое имущество. Именно взаимозаменяемые активы представляют интерес при заключении таких сделок профессионалами, например, кредитными организациями.

По моему мнению, в данном случае выкуп не того же самого имущества, а имущества с такими же родовыми признаками, вполне допустим для квалификации права покупателя на это имущества именно как права собственности. Данное утверждение основано, в частности, на аналогии с нормами договора займа, в соответствии с которыми заемное родовое имущество переходит в собственность заемщика, а возврату подлежит имущество с такими же родовыми признаками.

Интересно, что подобная же трактовка договора РЕПО как договора купли-продажи с обратным выкупом содержалась еще в дореволюционном законодательстве.

Вот какое мнение о репо высказывал известный цивилист Г.Ф.Шершеневич: “Репортом называется такая операция, когда одно лицо покупает на наличные известное количество ценных бумаг и одновременно продает те же бумаги тому же лицу по повышенной цене, на срок, обыкновенно непродолжительный. Тот, кто покупает, называется репортером, а продающий становится репортированным. Разница в цене составляет вознаграждение за пользование чужим капиталом... Со стороны результата получается впечатление как бы займа под залог. Но это только видимость, хотя ей поддаются и юристы... в действительности здесь две сделки. Залога нет, потому что не никакого вещного права и объектом второй сделки при исполнении могут оказаться не те же самые вещи, что в первой. Сущность репорта, с юридической стороны состоит в неразрывности обоих моментов сделки, покупки за наличные и продажи в кредит.”<sup>2</sup> В данном случае хотелось бы позволить себе выразить сомнение только в отношении одного из высказываний в приведенной выше цитате а именно о вещном праве. Все же, если речь идет о купле-продаже ценных бумаг, то в отличие от кредитования под залог у репортированного возникает не вещно-обязательственное право залога, а право собственности. Как отмечалось выше, представление при исполнении второй части сделки не тех же самых ценных бумаг, а ценных бумаг, условно говоря, такого же “количества, рода и качества” представляется вполне допустимым и не противоречащим нормам о праве собственности.

Кстати говоря, различие в правовых последствиях заключения договоров РЕПО и договоров кредитования под залог влечет за собой и возможно различный подход к отражению этих операций в бухгалтерском учете.

При исполнении договора РЕПО ценные бумаги должны списываться с баланса продавца, поскольку право собственности переходит к покупателю по первой части договора.

На мой взгляд, квалификация договора РЕПО как договора купли-продажи также позволяет однозначно решить проблему принадлежности процентов, которая существует в практике заключения сделок РЕПО, например, в американском варианте. этих сделок. В период от момента исполнения первой части сделки и до исполнения второй части сделки право на проценты с формально-юридической точки зрения принадлежит покупателю по первой части сделки.

В настоящее время на рынке ГКО и ОФЗ-ПК приняты изменения в нормативные документы, регламентирующие их обращение (Приказ Банка России от 12 августа 1996 года № 02-274 “О внесении дополнений и изменений в Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций), а также с рядом Первичных Дилеров заключены Генеральные соглашения о сделках купли-продажи облигаций с обратным выкупом.

Эта схема отношений возникает только между Банком России и Первичными Дилерами и представляет собой промежуточный этап в процессе перехода к совершению таких сделок между всеми участниками рынка. Указанная схема преследует определенную цель покрытия рисков в случае возникновения у Первичного Дилера короткой денежной позиции по итогам торгов, что в настоящее время допускается правилами обращения облигаций. Вместе с тем, представляется, что эта схема может служить основой для дальнейшего развития этого сегмента рынка ГКО и ОФЗ-ПК.

### 3. СДЕЛКИ ЗАЛОГА

---

<sup>2</sup>Г.Ф. Шершеневич, Учебник торгового права стр.241-242)

Как отмечалось выше залогово-кредитные отношения похожи на отношения по сделкам РЕПО.

В настоящем параграфе будут рассмотрены проблемы и возможные пути их решения, связанные с залоговыми отношениями на рынке ценных бумаг, в том числе безналичных ценных бумаг.

До принятия нового Гражданского кодекса действующее залоговое законодательство, в частности, Закон РСФСР “О залоге”, искусственно тормозили развитие залоговых отношений, поскольку самостоятельная реализация залогодержателем заложенного имущества была практически невозможна, за исключением случаев, когда договор о залоге был нотариально удостоверен.

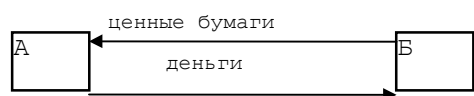
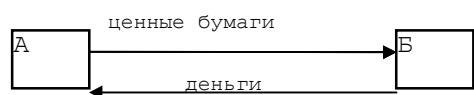
### Ценные бумаги как ОБЪЕКТ залога

Предметом залога может быть всякое имущество, в том числе вещи и имущественные права (требования). В соответствии со ст. 128 ГК РФ объектом гражданских прав являются вещи, в том числе деньги и ценные бумаги. Вместе с тем, Гражданский кодекс не учитывает двойственный характер любой ценной бумаги: как имущества, вещи с одной стороны, и как способа оформления обязательственных отношений, ею удостоверенных, и, слишком, на мой взгляд, подчеркивает лишь последнее. Например, в соответствии сп. 4 ст. 338 установлено, что при залоге имущественного права, удостоверенного ценной бумагой, она передается залогодержателю либо в депозит нотариуса, если договором не предусмотрено иное (кстати, этм статья не обеспечивает по формальным признакам возможность осуществления прав из ценной бумаги залогодателем, что будет рассмотрено ниже). Такой подход к опеределению ценной бумаги как предмета залога представляется не совсем корректным по причинам, изложенным ниже при рассмотрении особенностей залога ценных бумаг.

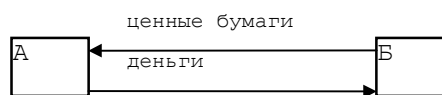
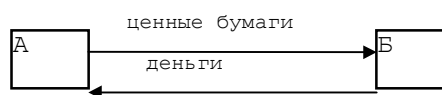
### ОБЩИЕ ОТЛИЧИЯ РЕПО ОТ КРЕДИТОВАНИЯ ПОД ЗАЛОГ

Договором, альтернативным кредитным, является, на наш взгляд, договор РЕПО. Возникающие при заключении договоров кредита и репо отношения похожи по своей экономической сути, однако разные по юридическим последствиям. Аналогичное движение денег и ценных бумаг по указанным договорам можно рассмотреть на схеме:

#### КРЕДИТОВАНИЕ ПОД ЗАЛОГ



#### РЕПО



Выше было рассмотрено сходство, заключающееся между одинаковыми направлениями “потоков денежных средств и ценных бумаг, между договорами репо и кредитования под залог ценных бумаг. Однако, юридические последствия, возникающие при заключении и исполнении каждого из указанных договоров различны. Одно из различий уже было рассмотрено выше.

Представляется целесообразным обобщить (для удобства договор кредитования под залог будет рассматриваться как единый договор). Различия заключаются в следующем.

а) форма договора.

В отличие от договора РЕПО, представляющим собой куплю-продажу ценных бумаг, для кредитных договоров, независимо от того, обеспечены ли они каким-либо образом, установлено последствие недействительности при несоблюдении простой письменной формы договора. Для договоров залога в соответствии со ст. 339 ГК РФ установлено такое же последствие.

б) объем прав.

Учитывая разную природу договоров РЕПО и кредитования под залог, объем прав приобретателя по первой части репо и залогодержателя различен. К приобретателю ценных бумаг по первой части РЕПО переходит право собственности на ценные бумаги (до момента исполнения второй, или срочной, части РЕПО, когда он должен будет передать право собственности своему контрагенту.

Отношения залога не охватываются переходом права собственности к залогодержателю в случае неисполнения основного обязательства. В теории право залога рассматривается как обязательственное право с вещно правовыми элементами. Только в определенных предусмотренных Законом случаях и после осуществления действий, связанных с реализацией заложенного имущества, возможен переход права собственности к залогодержателю.

По общему же правилу право залога предполагает право на реализацию заложенного имущества и, таким образом, на исполнение основного обязательства в денежной форме.

в) Последствия реализации.

Необходимость реализации ценных бумаг, связанная с неисполнением обязательства по уплате денежных средств (покупной цены - при РЕПО и суммы кредита и процентов - при кредитовании под залог) может возникнуть при исполнении обоих видов договоров.

В первом случае договором РЕПО может быть предусмотрен отказ от исполнения договора приобретателем ценных бумаг по первой части репо (продавцом по второй части) в случае неуплаты его контрагентом денежной суммы во исполнение второй (срочной) части РЕПО. В этом случае продавец по второй части РЕПО, отказавшийся от исполнения договора, вправе оставить ценные бумаги у себя. В зависимости от текущей рыночной цены ценных бумаг, он может принять решение о продаже этих ценных бумаг. Такая продажа юридически не связана с отношениями, существующими между ним и его контрагентом по договору РЕПО. В случае, если он продаст ценные бумаги с выгодой для себя, перекрыв, в частности, объем требований, который существовал по договору РЕПО, обязанности возврата "излишка" не возникает.

Представляется, что разным объемом прав определяются также последствия реализации заложенного имущества. В п. 6 статьи 350 ГК РФ указано, что в случае, если выручка от реализации превышает объем требований залогового кредитора, разница возвращается залогодателю.

г) г) Объектом договоров РЕПО, как правило, являются только взаимозаменяемые ценные бумаги. Для договоров кредитования под залог в отличие от договоров РЕПО, не так актуально указанное свойство взаимозаменяемости ценных бумаг. По общему правилу ценные бумаги по договору залога "блокируются". Реализации, как правило, подлежат те же бумаги, которые были заложены. В частности, для ценных бумаг, учитываемых на счете депо, открывается специальный раздел, на который помещаются заложенные ценные бумаги.

В качестве исключения, когда по договору залога могут быть возвращены не те же самые бумаги, а ценные бумаги с такими же характеристиками, можно привести залог документарных предъявительских ценных бумаг, остающихся у залогодателя на период действия договора залога, если в последний в качестве условия не включен "твердый залог", определяемых как наложение на предмет залога знаков, свидетельствующих о залоге.

В этом смысле залог государственных ценных бумаг, применяемый в операциях ломбардного кредитования с участием Банка России, следует рассматривать именно как твердый залог.

На рынке ГКО и ОФЗ-ПК как отмечалось выше, до последнего времени операция залога этих ценных бумаг рассматривалась как нарушение установленных "правил игры", которые обязаны соблюдать участники рынка.

В настоящее время в соответствии с изменениями и дополнениями в Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций, утвержденными Приказом Банка России от № с 1 января 1997 года операции залога будут разрешены.

Однако, уже сейчас в соответствии с указанными изменениями, допустимой является операция залога ценных бумаг - ГКО и ОФЗ-ПК по договорам ломбардного кредитования.

## ОСОБЕННОСТИ ЗАЛОГА ЦЕННЫХ БУМАГ. ПРОБЛЕМА ПРИМЕНИМОСТИ НОРМ ГРАЖДАНСКОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

Повсеместное использование в практике банковской деятельности операций залога ценных бумаг сопряжено, на мой взгляд, с целым рядом трудностей. Как отмечалось выше, нормы нового Гражданского кодекса РФ о залоге практически не учитывают особенности указанных отношений и рассчитаны больше на традиционные (“товарные”) виды имущества, являющегося предметом залога.

В частности, указанные проблемы возникли и при подготовке документов, регламентирующих предоставление Банком России ломбардного кредита банкам (*Положение Банка России от №, утвержденное Приказом Банка России от №* ).

Учитывая, что надлежащее оформление правоотношений, связанных с залогом ценных бумаг необходимо не только для залога государственных ценных бумаг - ГКО и ОФЗ-ПК, представляется целесообразным рассмотреть в целом основные вопросы, решение которых необходимо для практики залоговых отношений, приводя примеры реализации залоговых отношений на рынке ГКО и ОФЗ-ПК.

К специфике отношений, связанных с залогом ценных бумаг в целом и государственных ценных бумаг, в частности, можно отнести следующие моменты:

- 1) двойственность природы ценных бумаг
- 2) особенности залога безличных ценных бумаг
- 3) условия выпуска и обращения ценных бумаг
- 4) особенности организации рынка, правил заключения и исполнения сделок.

### ДВОЙСТВЕННОСТЬ ПРИРОДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ОСОБЕННОСТЬ ЗАЛОГА ЦЕННЫХ БУМАГ

1. Двойственность природы ценных бумаг, на наш взгляд, допускает разные возможности, которые существуют у сторон по договору о залоге. Как отмечалось выше, в Гражданском кодексе РФ терминологически речь идет о залоге прав, удостоверенных ценными бумагами (п. 4 ст. 338), что умаляет значение института ценных бумаг, являющихся финансовым товаром.

По нашему мнению, возможности залога ценных бумаг гораздо шире. Залогодержатель, принимая в залог ценную бумагу, должен отдавать себе отчет в том, что же он принимает в залог: имущественное требование или ценную бумагу как имущество. Это зависит от целого ряда факторов, в частности, от сроков исполнения основного обязательства и сроков погашения по ценной бумаге (для ценных бумаг, имеющих такой срок). Немаловажным является также степень урегулированности вопросов передачи в залог именно имущественных прав.

Классический случай передачи в залог имущественных прав предусмотрен вексельным законодательством. Для этого даже предусмотрен специальный поручительный индоссамент “валюта в залог”. Представляется, что выбор такого способа обеспечения обязательства имеет смысл, если залогодержатель намеревается получить удовлетворение именно за счет реализации права “из” бумаги - права на получение вексельной суммы, в тех случаях, когда по сроки исполнения обязательств (основного, обеспеченного залогом) и вексельного совпадают или почти совпадают.

В противном случае, если, скажем срок исполнения кредитного договора 1 марта, а срок исполнения обязательства по векселю, являющемуся предметом залога - через шесть месяцев, для залогодержателя в данном случае может быть более выгодно реализовать ценную бумагу как имущество.

Однако, в данном случае возникает другая проблема. Она связана с тем, что проставление поручительного индоссамента не допускает возможности проставления в будущем индоссамента полноценного. Теоретически это может создать сложности при реализации векселя.

Нельзя забывать и о том, что национальное вексельное законодательство, основанное на международном договоре, является по сути единственным, напрямую содержащим подобного рода нормы о поручительном индоссаменте. В этом смысле является допустимым отличный от национального законодательства подход, связанный с регулированием залоговых отношений.

В действующем гражданском законодательстве хотя и делается акцент на залоге права, удостоверенного ценной бумагой, однако никоим образом не оговорена возможность получения права на исполнение обязательства по ценной бумаге вместо залогодателя вместо реализации имущества.

Исходя из этого, на наш взгляд, можно сделать вывод о том, что действующее законодательство регулирует залог ценных бумаг как имущества. В этом случае акцент на праве, удостоверенном ценной бумагой, становится не совсем понятным, если вновь вернуться к классическому (несколько модернизированному - для безналичных ценных бумаг) принципу “право из документа (записи по счету) следует за правом на документ (запись по счету)”.

Из этого, в частности, следует, если речь идет о том, что залогодержатель, не дожидаясь срока погашения ценной бумаги, имеет намерение осуществить свое право залога путем реализации ценной бумаги, залога прав, удостоверенных ею, недостаточно. Необходима передача права залога на саму ценную бумагу, как объект вещного права.

Если принять во внимание тот факт, что право залогодержателя на переданные в залог ценные бумаги заключается по общему правилу не в реализации права из бумаги, а в реализации самой ценной бумаги, то в договорах о залоге ценных бумаг должен учитываться срок обращения ценной бумаги.

Например, в договорах о ломбардном кредитовании, заключаемых Банком России с коммерческими банками предусматривается, что в залог принимаются ценные бумаги с более поздним сроком погашения, чем дата исполнения кредитного договора. Это необходимо для того, чтобы залогодержатель не оказался в непонятном с юридической точки зрения положении.

2. Двойственность природы ценных бумаг, в частности, установленное для именных ценных бумаг требование об отражении новых владельцев в системе ведения реестра, привели к тому, что в настоящее время установлено требование об отражении в системе ведения реестра залоговых обременений ценных бумаг. ***(Временное положение о системе ведения реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденное ФКЦБ РФ.***

По моему мнению, напротив, такого рода записи в системе ведения реестра необходимы только в нескольких случаях.

Во-первых, когда запись по лицевому счету в системе ведения реестра по юридическим последствиям приравнивается к ценной бумаге.

Далеко не всегда запись по лицевому счету имеет указанные юридические последствия. Основной функцией реестродержателя является учет уступок требований по именованным ценным бумагам, а не фиксация передачи права собственности или иных вещных прав на ценную бумагу. Только при отсутствии иных способов фиксации прав (документа или записи по счету депо), запись по лицевому счету в системе ведения реестра по юридическим последствиям может приравниваться к ценной бумаге. В иных случаях запись по лицевому счету можно рассматривать как учетно-информационную, имеющую правовое значение для надлежащего исполнения эмитентом обязанностей, вытекающих из ценной бумаги.

Для форм выпуска ценных бумаг, не предусматривающих оформление ценных бумаг в виде документов (сертификатов) или учета последних в депозитариях по счетам депо, только в системе ведения реестра на лицевых счетах могут быть отражены обременения ценных бумаг, которые могут служить подкреплением положений договора залога об отсутствии у залогодателя права распорядиться ценными бумагами без согласия залогодержателя.

Вторым, на наш взгляд, является случай, когда в договоре предусмотрено право залогодержателя “извлекать плоды и доходы” из заложенного имущества.

В соответствии со ст. 346 ГК РФ залогодатель вправе пользоваться предметом залога, в том числе извлекать из него плоды и доходы. В соответствии с п. 3 указанной статьи залогодержатель вправе пользоваться переданным ему предметом залога лишь в случаях, предусмотренных договором. По договору на залогодержателя может быть возложена обязанность извлекать из предмета залога плоды и доходы в целях погашения основного обязательства или в интересах залогодателя. Учитывая природу ценных бумаг это означает по сути осуществление залогодержателем прав, удостоверенных ценными бумагами, в тот период, когда последние находятся в залоге. К числу таких прав относится, например, право на проценты.

Это может повлечь необходимость уступки прав из именной ценной бумаги залогодержателю с тем, чтобы последний являлся для эмитента легитимным держателем ценной бумаги, то есть имел возможность реализовать указанные права. Это, в свою очередь, требует необходимых регистрационных записей в системе ведения реестра о залогодержателе. С точки зрения эмитента, а значит и реестродержателя важен лишь

контроль за формально-юридическими моментами, связанными с легитимацией прав обладателя ценной бумаги (наличие у держателя ценной бумаги подлинника с указанием имени(наименования) этого лица в тексте ценной бумаги (или наличие записей в учетных регистрах Депозитария) а также отражение сведений о новом обладателе прав из ценной бумаги (новом кредиторе эмитента) в системе ведения реестра.

Для других случаев (кроме рассмотренного в предыдущем пункте), когда право пользования предметом залога остается у залогодателя, отражение залоговых обременений прав в системе ведения реестра, опосредующей отношения эмитент - кредитор(владелец ценной бумаги), не является необходимым, поскольку залогодержатель будет реализовывать ценную бумагу как имущество, а не права “из” нее.

На основании изложенного можно резюмировать основную функцию Реестродержателя по отражению в системе ведения реестра залоговых обременений прав. Реестродержатель не должен контролировать или каким-либо образом нести ответственность за отношения залога, возникающие между двумя владельцами, а должен лишь по указанию последних в требуемых законом случаях вносить в систему ведения реестра информацию, имеющую правовое значение

К сожалению действующее нормативное регулирование (*Временное положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг (Приложение к постановлению ФКЦБ при Правительстве РФ от 12.07.95 г. №3)*) содержит ряд некорректных норм.

Например, в п. 4.3. указано на то, что лицо, выдающее передаточное распоряжение регистратору о передаче ценной бумаги, гарантирует регистратору и приобретателю, что в отношении данных ценных бумаг отсутствуют требования третьих лиц. Это положение некорректно, так как Гражданским кодексом, например, предусмотрен последующий залог.

Некорректной представляется также норма п. 5.3., в которой указано на возможность внесения изменений на основе передаточного распоряжения и оглашения залогодателя с залогодержателем, если в нем определено, что залогодержатель удовлетворяет свои требования за счет приобретения права собственности на ценные бумаги, находящиеся в залоге. Следует отметить, что рамками договора о залоге не предусмотрена возможность перехода права собственности на имущество в случае неисполнения обеим сторонам обязательства. Переход права собственности на заложенное имущество в соответствии с ГК РФ возможен в определенных случаях и после осуществления действий, направленных на реализацию имущества.

Кроме того, существенным недостатком действующего регулирования правил поддержания системы ведения реестра можно, на мой взгляд, считать установление самого требования о необходимости отражения в системе ведения реестра залоговых обременений ценных бумаг, не учитывающего изложенные выше особенности, а также возложение на реестродержателя по сути функций контроля за залоговыми отношениями участников.

## ОСОБЕННОСТИ ЗАЛОГА “БЕЗНАЛИЧНЫХ” ЦЕННЫХ БУМАГ

Замена документа как способа фиксации прав на ценные бумаги записями по счетам депо (а в некоторых случаях и записями в системе ведения реестра, что было рассмотрено выше) приводит к необходимости урегулирования отношений, связанных с отражением в соответствующих записях залоговых обременений прав на ценные бумаги. Это, в частности, необходимо не только для юридически корректного описания способов фиксации права залога, но и к защите прав как залогодателя, так и залогодержателя.

Поскольку автору наиболее близка депозитарная идеология учета безналичных ценных бумаг, в настоящей статье особенности залога таких ценных бумаг будут рассмотрены на примере счетов депо, а не лицевых счетов в системе ведения реестра. Вместе с тем хотелось бы отметить, что сказанное о счетах депо применимо и для лицевых счетов в системе ведения реестра, если последние являются способом фиксации прав (заменой материального носителя) на ценные бумаги.

Право залога как обязательственное право с вещно-правовыми элементами, позволяет рассматривать обладателя этого права не просто как фактического обладателя -держателя ценной бумаги (при заключении договоров залога), но и как юридического, титульного владельца.

От вида заключенного договора (залог или заклад) зависит, на чьем счете депо залогодателя (как собственника заложенных ценных бумаг) или залогодержателя (как обладателя права залога) будут учитываться ценные бумаги.

В данном случае проблема защиты прав залогодателя и залогодержателя, “сохранности” имущества (сохранности записей) лежит в сфере депозитарного учета. Рассмотрим особенности залога безналичных ценных бумаг на примере государственных ценных бумаг - ГКО и ОФЗ-ПК.

В настоящее время депозитарный учет на рынке ГКО и ОФЗ-ПК регулируется Положением о порядке депозитарного учета на Организованном рынке ценных бумаг от 28 февраля 1996 года № 35. Это положение рассчитано, в частности, и на регламентацию депозитарного учета залоговых обременений прав на ценные бумаги. Несмотря на то, что Положением регулируется депозитарный учет далеко не всех видов ценных бумаг, оно может быть использовано в качестве рекомендаций, например, при заключении договоров о счете депо или создании операционных регламентов деятельности Депозитариев.

Для того, чтобы заложенные ценные бумаги не смешивались с другими ценными бумагами на счете депо, создаются отдельные разделы счета депо. При этом для ценных бумаг, переданных в залог, и принятых в залог, открываются разные разделы. Ценные бумаги, в отношении которых депонент выступает залогодателем, учитываются на разделе “блокировано в залоге”. Ценные бумаги, в отношении которых депонент выступает залогодержателем, учитываются на разделе “блокировано по принятому в залог”. Как видно уже из названий разделов, для них установлен ограниченный режим совершения операций (режим блокировано).

#### Защита интересов залогодержателя.

Защита интересов залогодержателя, заключающаяся в определенных гарантиях сохранности имущества, достигается установленным режимом учета (режимом блокировано). При заключении договора залога безличных ценные бумаги передаются залогодержателю, то есть попадают на раздел “блокировано по принятому в залог” счета депо залогодержателя. В этом случае залогодатель, не будучи депонентом или оператором указанного раздела, автоматически теряет доступ к нему и не может, действуя недобросовестно, распорядиться ценными бумагами.

При заключении договоров залога, когда ценные бумаги остаются на счете депо залогодателя в разделе “блокировано в залоге” обеспечени прав залогодержателя может быть достигнуто путем назначения его оператором указанного раздела счета депо залогодателя. При этом залогодатель не должен иметь доступ к этому разделу. Такого рода ограничения охватываются договором о счете депо (залогодателя и Депозитария или залогодержателя и Депозитария).

Для защиты прав залогового кредитора также могут предусматриваться и другие меры.

Например, возможно предусмотреть, что условие осуществления перевода ценных бумаг с залогового раздела является не только поручение депо, но и какие-либо другие документы (например, подтверждающие или не подтверждающие возврат кредита). Однако, подобного рода меры не были предусмотрены в документах, регламентирующих операции ломбардного кредитования. Это представляется обоснованным с точки зрения регулирования депозитариев. Депозитарии как было рассмотрено выше, выполняют функцию организации, обеспечивающей исполнение “прямых” сделок с ценными бумагами и не должны вникать в суть непосредственных взаимоотношений сторон по “прямым” сделкам.

В практике регулирования российского фондового рынка уже существует печальный пример регистраторов, на которых возложили не свойственные им функции “отслеживания” корректности указанных взаимоотношений.

Таким образом, на мой взгляд, если на практике все применяется требование о необходимости предоставления депозитарию документов, связанных с исполнением “прямой” сделки - договора залога, оно должно носить характер лишь формальной проверки этих документов депозитарием (например, факт наличия определенного документа, возможно, определенные требования к документу). Непосредственные взаимоотношения сторон, связанные с передачей имущества, правами каждой из сторон, должны найти отражение и в “прямой” сделке” - договоре залога соответствующих ценных бумаг.

Представляется целесообразным рассмотреть еще одну интересную особенность залога безличных ценных бумаг. На практике возникают вопросы, связанные, в частности, с трактовкой п. 3 ст. 338 ГК РФ, в котором установлено, что предмет залога, переданный залогодателем на время во владение или пользование третьему лицу, считается оставленным у залогодателя. Вопрос заключается в следующем. Не будет ли рассматриваться как залог, а не как заклад договор, исполнение которого опосредуется Депозитарием. Последний и рассматривается в качестве лица, которому имущество передано на время во владение или пользование. На основании этого высказывается мнение о том, что заклад ценных бумаг, учитываемых у третьего лица (депозитария) невозможен по формальным основаниям.

Представляется, что это не так, во-первых, по функциям Депозитария, а во-вторых по субъекту, который передает имущество Депозитарию.

Депозитария, являясь фактическим обладателем ценной бумаги (к которой приравнивается запись по счету) осуществляет, если оперировать классическими терминами, лишь “держание” (detentio), и не является юридическим, титульным владельцем.

Как известно еще с римского права юридическое (титularyное) владение характеризуется двумя основными моментами: фактическим господством над вещью и намерением сделать вещь своей. При держании присутствует лишь фактическое господство над вещью. В данном случае можно говорить о фактическом обладании (нахождении ценной бумаги на счете депо данного лица), осуществляемом посредством третьего лица (счет депо находится у Депозитария), но не рассматривать это третье лицо как владельца. По сути можно говорить о том, что собственник или залогодержатель (в зависимости от того, у кого находится заложенное имущество) осуществляют посредственное владение ценными бумагами.

Кроме того, лицом, передавшим ценные бумаги для учета Депозитарию, должен при закладе считаться залогодержатель, поскольку ценные бумаги находятся на его счете депо.

## ОСОБЕННОСТИ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ

Как отмечалось выше, в отношениях, связанных с залогом ценных бумаг, особенное значение приобретает проблема применимости императивных норм гражданского законодательства, гражданского процессуального законодательства к принципам организации торговли и исполнения сделок с ценными бумагами.

Гражданским кодексом РФ предусмотрена возможность удовлетворения требований залогодержателя без обращения в суд (п. 2 ст. 349). Таким образом, предполагается определенная диспозитивность отношений, связанных с реализацией заложенного имущества. Вместе с тем она становится неработающей нормой в связи с правилами п.1 ст. 350 ГК РФ. В этой норме установлено, что реализация (продажа) заложенного имущества, на которое в соответствии со статьей 349 Кодекса обращено взыскание, производится путем проажи с публичных торгов в порядке, установленном процессуальным законодательством, если законом не предусмотрен иной порядок.

Кроме того, в указанной статье установлены некоторые основные моменты, связанные с реализацией заложенного имущества (определение начальной цены реализации в договоре залога, возможность покупки залогодержателем заложенных ценных бумаг у залогодателя в случае признания торгов несостоявшимися).

1. Отсылка к процессуальному законодательству, сделанная в ст. 350 ГК РФ, может иметь значение также для установления очередности удовлетворения требований залогового кредитора.

При подготовке документов, связанных с ломбардным кредитованием, возникал вопрос о том, не будет ли неправомерным получение залогодержателем суммы выручки от реализации заложенного имущества, учитывая, что в соответствии со ст. 421 Гражданского процессуального кодекса требования залогового кредитора удовлетворяются в третью очередь.

Представляется, что ответ на этот вопрос дает ст. 424 Гражданского процессуального кодекса, в которой установлено, что на заложенное имущество может быть обращено взыскание при недостаточности прочего имущества должника для полного удовлетворения всех предъявленных к нему требований, не обеспеченных залогом. Залогодержатель, оставивший за собой заложенное имущество, обязана удовлетворить требования, пользующиеся преимуществом перед его требованием, однако, вразмере, не превышающем стоимости этого имущества. Следовательно, указанная очередность применима только к тем случаям, когда речь идет об обращении взыскания на заложенное имущество по обязательствам залогодателя перед третьими лицами. В других случаях наличие обязательств залогодателя перед третьими лицами не влияет на его отношения с залогодержателем.

2. Отсылка к процессуальному законодательству практически не вносит ясности в процедуру реализации заложенного имущества. Действующее процессуальное законодательство практически не рассчитано на современные условия.

Глава об исполнительном производстве регламентирует порядок обращения взыскания на имущество граждан и юридических лиц. При этом в отношении последних непосредственно в гражданском процессуальном кодексе урегулирован порядок обращения взыскания на денежные средства, а также особенности обращения взыскания на имущество государственных



предприятий, колхозов и кооперативных организаций, общественных организаций, что давно устарело.

В отношении порядка реализации имущества юридических лиц (указанных выше, поскольку других просто не существовало) по сути установлена бланкетная, отсылочная норма к другому законодательству.

Более подробно в процессуальном законодательстве установлен порядок реализации имущества для граждан, установлены даже случаи признания торгов несостоявшимися. При этом последние определяются применительно к продаже с публичных торгов жилых строений. К таким случаям, в соответствии с гражданским процессуальным кодексом относится проведение торгов, на которые явилось менее двух покупателей, отсутствие надбавки против первоначальной оценки строения; невнесение покупателем суммы, за которую куплено строение, в течение пяти дней. Интересно, что именно при регламентации порядка обращения взыскания на имущество граждан, указана, все же специфика реализации ценных бумаг. В соответствии со ст. 397 Гражданского процессуального кодекса предусмотрено, что облигации государственных займов оплачиваются государственными трудовыми сберегательными кассами.

Итак, становится очевидно, что нормы действующего гражданского процессуального законодательства практически неприменимы к современным условиям. Гражданское процессуальное право, в отличие от материального гражданского права не предусматривает применение ? ?????????????? ?????????? аналогии закона или аналогии права.

Таким образом, если не будет признана (в частности, судебной практикой) на основании п. 2 ст. 349 ГК РФ возможность самостоятельного определения в договоре о залоге порядке реализации заложенного имущества, возникнет необходимость соблюдения требований закона о публичных торгах. На основании рассмотренных выше в настоящей статье аспектов деятельности торговых систем на фондовом рынке, можно сделать вывод о том, что нормы ГК РФ, регулирующие публичные торги, могут явиться “законодательным препятствием” для развития залоговых отношений в Российской Федерации.

Выше была рассмотрена применимость норм ГК РФ о публичных торгах к правилам торговли ценными бумагами на примере правил заключения и исполнения сделок с ГКО и ОФЗ-ПК. В данном случае хотелось бы рассмотреть применимость требований ГК РФ к ценовым условиям реализации заложенного имущества, установленным ст. 350 ГК РФ.

К числу основных требований о ценовых условиях относятся определение начальной цены реализации заложенного имущества, а также условие о том, что заложенное имущество продается на торгах лицу, предложившему наивысшую цену.

Одной из целей, преследуемых при установлении такого правила, очевидно, являлась цель защиты от необоснованного занижения цены реализуемого имущества, не соответствующей его реальной стоимости.

Вместе с тем, по крайней мере на рынке государственных ценных бумаг ГКО и ОФЗ-ПК используется рыночный механизм ценнообразования, базирующийся на соотношении спроса и предложения. Такой механизм наиболее объективно отражает текущую стоимость ценной бумаги. На рынке ГКО и ОФЗ-ПК рыночная цена дня складывается на основе средневзвешенной цены по итогам дня.

Положением об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций предусмотрено, что средневзвешенная цена рассчитывается автоматически и в процессе торговой сессии на основе уже заключенных в процессе данной торговой сессии сделок. Именно средневзвешенная цена и может быть принята сторонами в качестве начальной цены реализации заложенных ценных бумаг ГКО и ОФЗ-ПК.

Требование о продаже имущества по наивысшей цене в данном случае соблюдается, поскольку при наличии встречных заявок поданная заявка удовлетворяется по наиболее выгодной цене. Теоретически, заключение сделки купли-продажи происходит и в том случае, когда поданная на

реализацию заложенных ценных бумаг заявка и встречная заявка совпадут по ценовым условиям (при отсутствии других встречных заявок с более выгодными условиями).

Формально в данном случае не происходит “прибавки” к начальной цене. Однако подача заявки на реализацию по средневзвешенной цене, сложившейся на конкретный момент торгов, отражает текущую рыночную стоимость ценной бумаги, сложившуюся на основе цен по ранее заключенным сделкам.

В Торговой системе рынка ГКО и ОФЗ-ПК также может быть реализована возможность приобретения залогодержателем ценных бумаг у залогодателя в случае признания торгов несостоявшимися, предусмотренная п.4 ст.350 ГК РФ.

Изложенное выше о ценовых условиях при реализации ценных бумаг применимо и для других систем торговли иными видами ценных бумаг, аналогичных системе торгов по ГКО и ОФЗ-ПК.

Еще одна проблема, которую необходимо рассмотреть при реализации заложенного имущества, заключается в определении оснований признания торгов недействительными.

Как было рассмотрено выше, гражданское процессуальное законодательство определяет случаи признания торгов несостоявшимися лишь применительно к обращению взыскания на жилые строения, принадлежащие гражданам.

Кроме того, обстоятельства, указанные в качестве оснований для признания торгов недействительными (участие в торгах не более двух покупателей, неуплата в течение определенного срока покупной цены), практически не актуальны для рынка государственных ценных бумаг ГКО и ОФЗ-ПК. Отсутствие “прибавки” к начальной цене реализации не должно, на наш взгляд, как отмечалось выше, влиять на действительность торгов, поскольку начальная цена реализации представляет собой объективную, рыночную цену ценных бумаг, сложившуюся на момент реализации.

Представляется, что регулирование этих отношений может в таких условиях осуществляться на основании нормативных актов, регламентирующих порядок обращения ценных бумаг, а также на основании договоров. К числу таких случаев, на наш взгляд, применительно к рынку ГКО и ОФЗ-ПК можно отнести следующие.

- признание торгов несостоявшимися в соответствии с Положением об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных облигаций (уточнить). Одной из основных причин в данном случае может быть технический сбой в Торгово-Депозитарном комплексе ММВБ.;

- невозможность реализации заложенных ценных бумаг в течение срока, оговоренного договором, на ценовых условиях, предусмотренных договором залога и Положением об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций. Такие ситуации возможны, в частности, при резком падении цен на рынке.

## ЛОМБАРДНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ

В настоящее время залог ГКО и ОФЗ-ПК осуществляется только по операциям ломбардного кредитования с участием Банка России.

Далее с учетом выше изложенного представляется целесообразным в общих чертах рассмотреть некоторые аспекты предоставления Банком России ломбардного кредита банкам.

Под ломбардным кредитованием еще в начале века подразумевалось предоставление кредита под залог движимого имущества, в частности, ценных бумаг. Вместе с тем понятие ломбарда, приведенное в Гражданском кодексе регулирует отношения несколько иного рода. Ломбардное кредитование - это устоявшийся банковский термин. Именно он и был использован при регламентации отношений, связанных с предоставлением Банком России кредита банкам под залог ценных бумаг.

В настоящее время основным документом, регламентирующим порядок предоставления ломбардного кредита, является *Положение О порядке предоставления Банком России ломбардного кредита банкам от № , утвержденное Приказом Банка России от “*

Круг ценных бумаг, которые могут быть приняты в качестве обеспечения кредитов Банка России, ограничен Федеральным законом “О Центральном банке Российской Федерации (Банке России). К таким ценным бумагам относятся государственные ценные бумаги и векселя. Перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения кредитов Банка России (ломбардный список) утверждается Советом Директоров.

Этот список может изменяться. В настоящее время к ценным бумагам, включенным в ломбардный список, относятся ГКО и ОФЗ-ПК, являющиеся надежными и ликвидными инструментами. Кроме того, специалисты рекомендуют установить требования к структуре залогового портфеля для каждого банка заемщика с тем, чтобы была реальная возможность реализовать заложенные ценные бумаги. Такая возможность зависит, в частности, от сроков до погашения.

Учитывая, что в ломбардный список включены ГКО и ОФЗ-ПК, к числу основных документов, регламентирующих порядок осуществления операций ломбардного кредитования можно отнести также Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций (в редакции изменений и дополнений, внесенных Приказом Банка России от 3 апреля 1996 года № 02-79), а также Положение о порядке депозитарного учета на Организованном рынке ценных бумаг” от 28 февраля 1996 года № 35.

Банк России заключает с кредитной организацией договор о кредитовании под залог указанных ценных бумаг.

“Кредитную” часть указанного договора в данном случае рассматривать нецелесообразно, поскольку она представляет собой обычный кредитный договор. Интерес могут представлять способы предоставления кредита (кредитный аукцион и предоставление кредита по фиксированной ставке). Однако, эти способы также описаны в Положении.

В данном случае представляется рассмотреть более подробно договор залога, являющийся частью кредитного договора.

а) Основные участники ломбардного кредитования:

- Банк России (кредитор, залогодержатель, оператор разделов “блокировано в залоге” счета депо заемщика, лицо, осуществляющее расчеты);
- кредитная организация (заемщик, загодатель);
- Уполномоченный депозитарий (лицо, осуществляющее депозитарный учет ценных бумаг, в частности, учет залоговых обременений прав на ценные бумаги).

В качестве заемщиков по договорам ломбардного кредитования могут выступать и кредитные организации - официальные дилеры рынка ГКО и ОФЗ-ПК, и инвесторы. Дилеры, выполняющие функции Субдепозитариев на рынке ГКО и ОФЗ-ПК, могут также выполнять функции Уполномоченного депозитария.

Возможность быть заемщиком ломбардных кредитов реализуется только тогда, когда в договоре о счете депо предусмотрен учет залоговых обременений прав на ГКО и ОФЗ-ПК, в частности, открытие разделов “Блокировано в залоге”, назначение в качестве оператора счета Банка России, порядок исполнения поручений депо на перевод ценных бумаг на указанный раздел”.

Таким образом, Дилерам и инвесторам необходимо заключить дополнительные соглашения к договору, предусматривающему депозитарное обслуживание операций с ГКО и ОФЗ-ПК с Уполномоченным депозитарием, который ведет счет депо данного лица (ММВБ и Дилером-субдепозитарием соответственно).

Практика показала, что в первое время возникли затруднения как раз связанные с возможностью участия инвесторов рынка ГКО и ОФЗ-ПК в операциях ломбардного кредитования.

Это, в свою очередь произошло потому, что В Положении был установлен ряд требований, выполнение которых являлось основанием для получения статуса уполномоченного Депозитария.

Для получения статуса уполномоченного Депозитария в соответствии с п. 2.2. Положения требуется представить в Банк России ряд документов:

- заявление;
- свидетельство о регистрации Банком России в качестве Депозитария (практически это требование относится только к Дилерам-Субдепозитариям, являющимся банками);
- список лиц, которым открыты счета депо у данного Депозитария.

После этого Банк России заключает дополнительное соглашение с организациями, выполняющими функции Депозитария и Субдепозитариев на рынка ГКО и ОФЗ-ПК, уполномочивающее последние осуществлять учет залоговых обременений прав на ценные бумаги).

Первым Уполномоченным депозитарием стала ММВБ.

В настоящее время целый ряд Дилеров также получили статус уполномоченного Депозитария. Учитывая, что с 1 января 1997 года операции залога ГКО и ОФЗ-ПК будут разрешены, представляется весьма важным наработка Дилерами-Субдепозитариями практики по обслуживанию своих клиентов, вступающих в залоговые правоотношения.

#### б) Вид залога.

Договор залога ГКО и ОФЗ-ПК, заключаемый Банком России с кредитной организацией, предусматривает оставление имущества у залогодателя. Такой вариант залога был выбран, в частности, потому, что в ломбардный список включены также купонные (процентные) ценные бумаги - ОФЗ-ПК (неудобства заключения договора залога процентных ценных бумаг связаны с тем, что с формально-юридической точки зрения передача залогодержателю ценных бумаг взаклад лишает залогодателя возможности осуществить права “из” ценных бумаг. Поэтому для случаев залога, по моему мнению, целесообразно предусматривать обязанность залогодержателя пользоваться на период залога правами “из” ценных бумаг в целях погашения основного обязательства или в интересах залогодателя (ст. 346 ГК РФ).

#### в) Основные операции по учету залоговых обременений прав на ценные бумаги - ГКО и ОФЗ-ПК.

К числу основных операций относятся следующие.

- Перевод ценных бумаг на раздел “блокировано в залоге” (поручение депо на перевод ценных бумаг между разделами счета депо дает залогодатель (банк-заемщик), являющийся депонентом счета депо). Осуществляется перед заключением договора

- Перевод ценных бумаг с раздела “блокировано в залоге” на основной раздел счета депо залогодателя (поручение на такой перевод дает оператор указанного раздела - Банк России, поручение дается в случае незаключения договора ломбардного кредитования или своевременного исполнения обязательства заемщиком.);

- перевод ценных бумаг с раздела “блокировано в залоге” счета депо залогодателя на торговый раздел этого счета, соответствующий разделу “блокировано в залоге”. (поручение на такой перевод дает оператор указанного раздела - Банк России, поручение дается в случае неисполнения обязательства по возврату кредита и процентов в срок, установленный в договоре). Именно наличие отдельных торговых разделов, соответствующих разделам “блокировано в залоге”, позволяет сформировать отдельную позицию по ценным бумагам в Торговой системе.

Под каждый договор ломбардного кредитования открывается отдельный раздел “Блокировано в залоге”. Это необходимо, в частности, для контроля за надлежащей реализацией заложенных ценных бумаг.

#### г) реализация ценных бумаг.

Порядок реализации заложенных ценных бумаг, в частности, ценовые условия, определены в Положении об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных

бескупонных облигаций, а также договорах ломбардного кредитования, в которых содержится прямая ссылка на указанное Положение. Эти условия были рассмотрены выше. В данном случае хотелось бы лишь обратить внимание на особенность заключения сделок по реализации заложенных ценных бумаг - ГКО и ОФЗ-ПК в Торговой системе.

Если в обычных сделках купли-продажи облигаций позициям по денежным средствам и ценным бумагам, формируемым в Торговой системе, соответствуют торговые денежные счета Дилеров и торговые разделы счетов депо Дилеров или его инвесторов, за счет и по поручению которых заключается сделка купли-продажи, то при формировании позиций при реализации заложенных ценных бумаг возможен и иной подход.

В соответствии с п. 4.4. Положения об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций, денежной позиции Дилера может соответствовать не только один из торговых разделов его счета, но и торговый раздел, соответствующий разделу “Блокировано в залоге” счета депо иного лица (залогодателя), в отношении которого Дилер (или инвестор данного Дилера - залогодержатель) является оператором.

Например, в случае реализации ценных бумаг по договорам ломбардного кредитования с участием Банка России в качестве денежной позиции будет указана позиция Банка России, которой соответствует денежный счет Банка России, а в качестве позиции по ценным бумагам будет соответствовать торговый раздел, соответствующий разделу “блокировано в залоге” счета депо заемщика (Дилера или инвестора).

#### д) перспективы развития

Рассмотренные выше операции ломбардного кредитования имеют ярко выраженный региональный аспект и рассчитаны на участие в этом процессе всех регионов России.

В качестве ближайшей перспективы можно рассматривать усиление роли Главных управлений Банка России тех регионов, где созданы и функционируют Расчетные центры ОРЦБ и другие сегменты региональной инфраструктуры единого общероссийского рынка ГКО и ОФЗ-ПК. Предполагается, что рассмотренные выше действия, связанные с отражением в депозитарном учете залоговых обременений (кроме реализации заложенного имущества), а также ряд других действий будут осуществляться непосредственно этими Главными управлениями.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рассмотренные в настоящей статье отдельные аспекты, связанные с функционированием рынка ГКО и ОФЗ-ПК, а также в целом рынка ценных бумаг позволяют сделать вывод о важности норм классического гражданского законодательства для регулирования новых отношений, возникающих в гражданском обороте. Рассмотренный выше материал излагался с позиций нанесения наименьшего “урона” классическому подходу гражданско-правового регулирования. По моему мнению, гражданско-правовая теория не должна отбрасывать то, новое, что возникает с развитием экономической жизни общества, как чуждое классическому подходу к регулированию той или иной проблемы. В свое время жизнь потребовала рецепции даже Римского права. Поэтому хотелось бы призвать тех, от кого зависит формирование доминирующих взглядов в теории гражданского права к возможно более широкому обсуждению проблем гражданско-правового регулирования новых отношений, в том числе складывающихся на российском финансовом рынке.