



Малиновский М.
Партнер Legal Capital Partners

ОБЛИГАЦИИ В СИСТЕМЕ СОВРЕМЕННОГО ГРАЖДАНСКОГО ПРАВА

[Оригинальная статья была опубликована в журнале «ЗАКОН», № 2 за февраль 2011 г.]

В настоящей работе приводятся аргументы в пользу более пристального исследования рынка капитала в целом и рынка долговых инструментов в частности, дается описание облигаций как центрального звена публичного рынка долгового капитала и двойственности их юридической природы. Предлагаются выводы о том, что для развития данного института необходимо более широкое применение к регулированию правового статуса облигаций общих подходов договорного права.

I.

Нашей стране досталась богатая ресурсами территория. Но, как показывает история, бесценное богатство вполне может привести к упадку национальной экономики в достаточно сжатые сроки. Все это происходит тогда, когда

рост спроса на полезные ископаемые заставляет правительство и наиболее предприимчивую часть населения концентрировать капитал на извлечении прибыли из добычи ресурсов. Это приводит к системным экономическим проблемам – процессу постепенной деиндустриализации экономики, связанной с деградацией несырьевой части народного хозяйства. Данное явление из-за связи с проблемами Нидерландов, обнаруживших в конце 1950-х гг. богатые газовые месторождения, в экономической литературе получило название «голландская болезнь» (*Dutch disease*). Эксплуатация ресурсов привела экономику этой страны к крупнейшему спаду, когда в 70-х гг. XX в. цены на сырьевых рынках пошли вниз, а несырьевая часть экономики оказалась существенно менее эффективной, чем в других развитых странах¹.

Решения данной проблемы обычно предлагаются разные. Но все они сводятся к необходимости обеспечить достаточные условия развития для наукоемких несырьевых предприятий. Одним из самых важных факторов развития предприятий в капиталистическом мире является обеспечение компаний возможностью финансирования. Сегодня в развитых экономиках эту задачу решают через развитие рынка капитала², позволяющее участникам привлекать кредитование для реализации капиталоемких проектов³.

¹ Впрочем, можно отметить, что гораздо раньше с этой проблемой столкнулась Испания, получившая с конца XIV в. доступ к богатым золотым месторождениям Нового Света. Когда же поток золота начал иссякать, оказалось, что практически все мануфактурное производство находится на территории остальной Европы, преимущественно Англии, Фландрии и Ломбардии. Страна не смогла справиться с серьезным экономическим кризисом и постепенно уступала место мирового лидера, потеряв параллельно значительную часть европейских территорий (в Голландии и Италии), а также ряд колоний.

² Для целей настоящей работы рынок капитала может быть определен как сфера оборота ценных бумаг и иных финансовых инструментов – на котором возможно исполнение сделок путем проведения клиринговых операций специальными организациями, а интенсивность оборота позволяет определять рыночную стоимость актива практически в любой момент за счет вовлечения в оборот максимального количества участников (от частного инвестора до крупного институционального). Такой рынок сегодня не может быть ограничен только биржевым обращением, поскольку значительный объем сделок происходит между его участниками на внебиржевом рынке, впрочем, с использованием инфраструктуры, аналогичной биржевой.

³ Можно сказать, что возможность обеспечения мобилизации крупных кредитов ни долгосрочной основе — это историческая функция рынка капитала и облигаций. Начиная с XIX в. развитие капиталистических отношений обеспечило возникновение корпоративных облигаций, позволявших аккумулировать денежные средства большого числа лиц для реализации чрезвычайно затратных проектов — в первую очередь строительства железных дорог.

Рынок капитала предоставляет экономическим агентам большое количество возможностей, среди которых:

- возможность аккумулировать крупные денежные средства на долгосрочных условиях;
- возможность разделения рисков среди широкого круга его участников, снижение стоимости финансирования по сравнению с простым банковским кредитом⁴;
- выполняет информационную функцию (считается, что рынок быстрее других реагирует на появление новой информации, в том числе за счет наличия на нем инсайдеров);
- позволяет в режиме реального времени следить за кредитным риском компании (за счет анализа спроса на бумаги, в том числе на долговые бумаги компании);
- позволяет правительству влиять на номинальную кредитную ставку и номинальный валютный курс;
- позволяет инвесторам получать доступ к обычно закрытым для них сегментам рынка (например, банковскому ипотечному кредитованию через секьюритизацию ипотечных кредитов) и таким образом диверсифицировать свои риски;
- рынок облигаций может через доходность отражать уровень риска отдельных государств и таким образом позволяет лучше анализировать экономическую ситуацию и осуществлять долгосрочное планирование.

Рынок капитала может быть разделен на сегменты, на которых обращаются акции компании (*equity*), ее обязательства (*debts, obligations*), смешанные типы, комбинирующие названные два (конвертируемые ценные бумаги) и договоры, направленные на разделение между сторонами рисков (деривативы). Данные сегменты коррелируют с соответствующими разделами пассивов лица, привлекающего финансирование (собственный капитал, обязательства и забалансовые условные обязательства). Первый тип финансирования (акции) уже хорошо исследован в российском гражданском праве. Остальные все еще остаются весьма перспективными темами для юридического исследования⁵.

Российское законодательство дает два определения облигаций.

В соответствии со ст. 816 ГК РФ «облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права»⁶.

Федеральный закон от 22.04.1996 ГФ 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее - ФЗ «О рынке ценных бумаг») в ст. 2 развивает данную дефиницию: «Облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт».

⁴ Первые два фактора особенно важны для компаний, работающих в условиях конкурентной среды и производящих товары, конкурирующие с импортом (*tradeables*).

⁵ Правда, стоит отметить, что в последнее время предпринято много попыток провести анализ юридической природы деривативов. В основном их исследованием занимаются английские и американские ученые. Из серьезных зарубежных исследований, не относящихся к англосаксонской юридической литературе, можно отметить работу Г. Райнера "Деривативы и право" (М., 2005), написанную с использованием близких отечественному юристу категорий.

⁶ Как показано ниже, определения облигаций только в качестве договора займа недостаточно.

Все облигации отвечают определенному набору признаков.

1. Формализованность сделок, совершаемых в связи с их выпуском. В частности, ст. 18 ФЗ «О рынке ценных бумаг» содержит четкие требования к форме закрепляющих права владельца документов. Так, сертификат ценной бумаги должен содержать установленные законом реквизиты и печать должника (эмитента).
2. Особый субъектный состав. Должником по ним не может выступать физическое лицо, даже имеющее статус индивидуального предпринимателя, и большая часть некоммерческих юридических лиц.
3. Абстрактность обязательства. В соответствии со п. 2 ст. 147 ГК РФ отказ от исполнения обязательства, удостоверенного ценной бумагой, со ссылкой на отсутствие основания обязательства либо на его недействительность не допускается.
4. Оборотоспособность на бирже.
5. Транспарентность (требования по раскрытию информации).
6. Особый контроль над их размещением и обращением со стороны государства (регистрация выпуска, лицензирование некоторых участников рынка).
7. Публичная достоверность через ведение долговой книги (реестра/депозитарного учета) либо предъявительский характер.
8. Возможность вовлечения в сделку тысяч кредиторов, состав которых может меняться ежеминутно.
9. Возмездность.

Российское законодательство предполагает существование двух типов облигаций⁷, формально разделяемых по способу фиксации прав на них, - бездокументарные (именные) и документарные (на предъявителя). Как показано ниже, способ фиксации не может признаваться универсальным критерием, объясняющим различия. На практике обязательное централизованное хранение документарных облигаций фактически превращает их в бездокументарные ценные бумаги, поскольку не предполагает возможности их существования или реализации иначе, нежели через особую долговую книгу (депозитарный учет).

В данной работе речь пойдет о дематериализованных долговых эмиссионных⁸ ценных бумагах — именных облигациях (которые в силу ст. 16 ФЗ «О рынке ценных бумаг» всегда являются бездокументарными) и облигациях облигаций на предъявителя с обязательным централизованным

⁷ Стоит отметить, что термин «облигация» фактически идентичен широкому термину «обязательство» (англ., фр. obligation} Данное обстоятельство, в частности, подчеркивается в юридическом словаре Блэка, цитата из которого приведена ниже.

⁸ Стоит отметить, что, помимо прямо названных в Законе, признак «эмиссионности» должен вести еще одно важное функциональное значение - закреплять принадлежность ценной бумаге к рынку капитала. В России данное утверждение было бы верным, если бы в значение термина «эмиссионные ценные бумаги» не включались документарные облигации без централизованного хранения — единственный тип, упомянутый в ФЗ о рынке ценных, оборот которых на современной бирже технически неосуществим. Если посмотреть на европейское регулирование, такой признак выражается другим термином transferable, характеризующим, по аналогии с российским Законом "О рынке ценных бумаг», какие именно инструменты подпадают под особое регулирование Директивы 2003/71/ЕС («Директивы о проспекта»). Точно такую же привязку можно встретить в близком для России германском законодательстве, в котором под регулирование закона «О торговле ценными бумагами» подпадают «акции, сертификаты представляющие акции, облигации... способные торговаться на рынке» (Ст. 2 Gesetz über den Wertpapierhandel/ Wertpapierhandlungsgesetz — WpHG).

хранением (которые становятся бездокументарными в силу практики сложившегося оборота их использования⁹).

Мы сознательно не затрагиваем документарные облигации документарных облигаций без централизованного хранения в силу следующих причин:

- их не востребованности в современном обороте;
- существование векселей во многом снимает необходимость в облигациях на предъявителя без централизованного хранения;
- отсутствие ликвидного рынка капитала для оборота такого инструмента¹⁰ фактически лишает их преимуществ, присущих облигациям, и зачастую выводит из-под регулирования законодательства о раскрытии информации.

Кроме того, применительно к отношениям, возникающим при выпуске и обороте документарных облигаций без централизованного хранения, сохраняет актуальность большинство концепций документарных ценных бумаг на предъявителя, достаточно хорошо описанных в цивилистической литературе XIX и XX вв.

Стоит, правда, отметить, что с точки зрения формально-юридического анализа именные облигации и облигации с обязательным централизованным хранением не являются однородными. К примеру, в отношениях, связанных с оборотом облигаций с обязательным централизованным хранением, сохранились некоторые черты, присущие обороту традиционных ценных бумаг на предъявителя. Так, при истечении срока обращений облигаций депозитарий возвращает (предъявляет) эмитенту сертификат ценной бумаги. Однако при этом он действует в качестве оказывающего эмитенту услуги лица. Кроме того, в данной процедуре никак не участвуют владельцы облигаций, в силу чего она больше напоминает юридический ритуал, чем обязательное условие. В случае же надлежащего исполнения эмитентом обязательств, для чего возврат сертификата вовсе не является хоть сколько-нибудь значимым, про «обряд» возврата сертификата стороны могут попросту забыть.

Действующее регулирование предполагает, что дематериализация облигаций с обязательным централизованным хранением является обязательным условием их существования.

Данный вывод подтверждается Положением о депозитарной деятельности: «Передача сертификатов ценных бумаг на хранение в депозитарий, сопровождающаяся учетом и удостоверением прав на указанные ценные бумаги в депозитарии, влечет за собой изменение способа удостоверения прав на ценные бумаги. Удостоверение прав с помощью сертификата заменяется удостоверением прав с помощью записи на счете депо, открытом в депозитарии»¹¹.

В то же время при выпуске бездокументарных именных облигаций депозитарный учет не является достаточным. В силу положений ФЗ «О рынке ценных бумаг» предполагается, что фиксация прав на них обязательно будет осуществляться через реестр владельцев ценных бумаг. Стоит отметить, что такая форма двойного учета, хотя и является концептуально приемлемой для оборота» не нашла до

⁹ Действующее регулирование предполагает, что дематериализация облигаций с обязательным централизованным хранением является обязательным условием их существования. Данный вывод подтверждается Положением о депозитарной деятельности: «Передача сертификатов ценных бумаг на хранение в депозитарий, сопровождающаяся учетом и удостоверением прав на указанные ценные бумаги в депозитарии, влечет за собой изменение способа удостоверения прав на ценные бумаги. Удостоверение прав с помощью сертификата заменяется на удостоверение прав с помощью записи на счете депо, открытом в депозитарии» (п. 2.3 постановления ФКЦБ от 16.10.1997 № 36 "Об утверждении Положения о депозитарной деятельности в Российской Федерации...»).

¹⁰ В первую очередь ввиду сложности проведения взаимозачетов при большом количестве участников — клиринга.

¹¹ Пункт 2.3 постановления ФКЦБ от 16. Ю. 1997 № 36.

настоящего времени воплощения в практике, поскольку приводит к неоправданным усложнениям сделки и дополнительным затратам. Вместе с тем нельзя не отметить определенных преимуществ данного способа двойной фиксации при выпуске конвертируемых облигаций¹².

Юридический состав выпуска облигаций включает в себя множество элементов, которые могут быть обобщены в следующие блоки:

1. Подписание эмитентом правоустанавливающих документов – сертификата ценной бумаги и решения о выпуске, которые могут рассматриваться в качестве односторонней сделки и самостоятельно не создают каких-либо гражданско-правовых обязательств,
2. Подписание эмитентом проспекта документа, обеспечивающего прозрачность, с регистрацией которого для эмитента возникает обязательство по раскрытию информации.
3. Обязательным условием выпуска облигаций является принятие решения уполномоченного органа государственной власти регистрация выпуска, В ряде случаев государство делегирует эту функцию находящимся под его контролем агентам, к примеру биржам (выпуск биржевых ценных бумаг).

II.

В соответствии со ст. 51.1 ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также приказом ФСФР России от 23.10.2007 № 07-105/пз-н «Об утверждении Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг» иностранные ценные бумаги могут получить «национальный» статус при соблюдении определенных законодателем условий. Таким образом, определенные типы иностранных ценных бумаг получают возможность участия в обороте наравне с ценными бумагами, выпущенными в соответствии с российским правом. Учитывая данное обстоятельство, важно определить, какие обращающиеся на зарубежном рынке инструменты приравнены к российским «облигациям». Для этого обратимся к некоторым зарубежным примерам.

Оборот публичных долговых инструментов в Европе знаком с разнообразными типами долговых ценных бумаг.

Законодательство Европейского Союза допускает к публичному обращению: облигации (bonds) и иные трансформированные в ценные бумаги (секьюритиз) долги, которые могут обращаться на рынке, а также иные инструменты, предоставляющие право получить ценные бумаги (секьюритиз) или деньги, за исключением используемых в качестве средства платежа¹³.

Директива ЕС 93/22/ЕЕС использует термин «секьюритизированные долги», понимая под ним трансформированные в ликвидный инструмент обязательства, В этом аспекте термин «секьюритиз» близок к используемому в российском законодательстве термину «финансовый инструмент» (ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»), но гораздо чаще переводится в России как «ценная бумага»¹⁴. Такой перевод мы встречаем и при анализе официальных текстов Директивы 2003/71/ЕС на английском и немецком языках. В английском варианте используется термин *securities*, в то время как в немецком аналоге –

¹² К настоящему времени в Российской Федерации (в отличие от США, Японии, Европы и даже Китая) не сложился публичный рынок конвертируемых долговых инструментов. Право на конвертацию традиционно обуславливает более низкую премию (процент) за пользование денежными средствами заломателя (владельца облигаций). Это объясняется тем, что данная ценная бумага предоставляет ее держателю дополнительные права, она может быть дороже продана и является более надежной по сравнению с обычным необеспеченной облигацией.

¹³ Статья 1(4) Директивы ЕС 93/22/ЕЕС и П. 1(з), ст. 2 Директивы ЕС 200&71/ЕС.

¹⁴ Более подробно о соотношении терминов «ценные бумаги» и *security* см.: Туктаров Ю. Законодательство о ценных бумагах: ценные бумаги versus секьюрити // Вестник ФАС Западно-Сибирского округа. 2005. № 5. С. 23—47.

Wertpapiere, означающий «ценные бумаги». Данный термин возник в конце XIX в. и был заимствован в том числе и в России¹⁵.

В соответствии с английским законом о компаниях (*The Companies Act*) термин «долг компании» (*debenture*) включает *debenture stock*, *bonds*¹⁶ и иные ценные бумаги (секьюритиз)¹⁷

Как мы видим, указанные выше нормы оставляют список долговых ценных бумаг открытым. Интересно, что, приводя более ста определений термина *bond*, юридический словарь Блэка (*Black's law dictionary*) на первое место ставит историческое понимание облигации: «Облигация¹⁸, или на английском языке „*bonds*“ – это письменный документ, заверенный печатью, содержащий подтверждение долга; в более позднее время [признается], что термин «контракт» является родовым по отношению к понятию облигации (обязательство)»¹⁹.

Основным способом привлечения финансирования на развитых фондовых рынках являются ноты²⁰, удостоверяющие права держателя на получение номинальной стоимости и процента. Ноты создаются в соответствии с договором (*constituting instrument*), заключаемым по английскому праву, фиксирующим права их владельца или отсылающим к условиям сделки (*Master conditions*).

Обычные ноты могут использоваться в обороте максимально широко и служить для цели легитимации уполномоченного лица не только по договорам займа, но и оформлять права требования из иных сделок, например купли-продажи²¹, а также наделять держателя дополнительными правами в отношении заемщика, в том числе корпоративными. Регулируемые английским правом, они далеко не всегда выпускаются компаниями, инкорпорированными в Соединенном Королевстве. Эмитентами нот часто являются специальные компании, инкорпорированные в Ирландии, Голландии или Люксембурге, т.е. в странах с высоким уровнем развития законодательства и судебной системы. Положения английского права к обязательствам эмитента из этих стран применяются, если они не противоречат положениям национального законодательства (к примеру, действующий в интересах держателей нот трасти признается судами Люксембурга в качестве лица, действующего в интересах владельцев нот, если это не противоречит положению национального закона о банкротстве, предусматривающего специальную фигуру представителя кредиторов).

В случаях, предусмотренных соответствующим законодательством (Европейского Союза, США или иных национальных государств), в отношении нот обязательна регистрация проспекта (впрочем, существует большой спектр исключений), что переводит их в категорию секьюритиз. Имея необходимую для участников рынка гибкость, такие ценные бумаги чаще иных выполняют в глобальном обороте функцию облигаций.

Именно в такой форме происходит выпуск практически всех «еврооблигаций», обращающихся на площадках Старого Света.

¹⁵ Там же.

¹⁶ Слово *debenture* является производным от латинского *debere*, что значит «быть должным». Оба указанных термина часто переводятся на русский язык согласно их функциональному значению кап облигации. В то же время, как показывает анализ, это неверно. В частности, в одном из судебных решений указано, что владелец такой бумаги не может требовать уплаченной компании суммы назад (89 U.S. 136, 22/ L.Ed. 743, 22 Wall. 136, ST. John v. Erie Railway Company).

¹⁷ Секция 738 *The Companies Act* 2006.

¹⁸ Термин, идентичный в английском и французском языках понятию «обязательство», — *obligation*.

¹⁹ *Black's law dictionary*. Цит. по: Frederick Pollock & Frederic W. Maitland, *The History of English Law* (2nd edition, 1899).

²⁰ Также в литературе встречается термин *loan stock* (см.: Eddie McLaney. *Business finance: theory and practice*. P. 237). В американской литературе данный термин даже предлагается использовать более широко, включая а него термины *bond* и *deventures* (см.: Louis Loss. *Fundamentals of securities regulation*. Harvard University LiWe, Brown and company, second edition, 1988. P. 166).

²¹ Там же.

В соответствии со ст. 51,4 ФЗ «О рынке ценных бумаг» ноты квалифицируются в качестве облигаций.

III.

Анализ места облигаций в современном российском гражданском праве – задача непростая. В ходе такой работы можно легко получить доступ к современной экономической литературе, описывающей финансовые инструменты с позиции экономиста, и в то же время русскоязычной юридической литературы по данной тематике практически нет. При этом имеющаяся в настоящее время отечественная юридическая литература отражает преимущественно теории, созданные в позапрошлом веке (Г.Ф. Шершеневич, Г.М. Колоножников) и, насколько это было возможно, развитые в прошлом веке (М.М. Агарков, В.А. Рясенцев). Естественно, состояние оборота тогда отличалось от современного.

Облигации – одни из немногих представленных в мире видов ценных бумаг, которые имеют двойственную природу. Являясь объектом абсолютного права, они одновременно представляют собой обязательство, прямо называемое договором. При этом сама бумага (и в данном аспекте не столь важно, документ или запись на счете) позволяет определить уполномоченного субъекта в каждый момент времени. В дореволюционной литературе можно встретить следующие определения: «Современный быт выработал новые формы обязательственных отношений, в которых имя кредитора неизвестно, а право требования обуславливается обладанием и предъявлением документа, называемого бумагой на предъявителя²². Бумаги на предъявителя являются, следовательно, бумагами, вещное право на которые дает и право требования того, что составляет их содержание»²³.

Основной ценностью и причиной создания облигации является ликвидность (высокий уровень оборотоспособности), обеспечивающая возможность передавать права без соблюдения правил о цессии и возможность использования традиционных институтов вещного права – залога и вещно-правовых способов защиты.

По сути, как показано ниже, именно необходимость обеспечить оборотоспособность заставила когда-то оборот перейти сначала на о вещественное обязательство (создание документа, легитимизирующего уполномоченное лицо), а потом, после достижения необходимого научно-технического уровня, отказаться от вещественного оформления и вернуться к форматизированному публичному ведению долговой книги (реестра или депозитарного учета). Сегодня ведение такой книги возложено на субъектов частного права, обладающих специальной дееспособностью (лицензией) и находящихся в силу этого под особым контролем со стороны государства.

Россия не участвовала в выпавшем в капиталистическом мире на 70-е гг. XX в. втором этапе развития института дематериализации ценных бумаг, так как в этот период в СССР наличие рынка капитала не требовалось по причине существования единой централизованной системы распределения капитала – плановой экономики. Пропустив период развития соответствующих институтов снизу (когда те или иные гражданско-правовые конструкции оборот вырабатывал самостоятельно), в 90-х гг. прошлого века Россия создавала свое национальное законодательство о рынке ценных бумаг, не имея опыта регулирования подобных отношений²⁴.

²² Стоит отметить, что современный оборот спустя примерно столетие выработал новую практику, привязав ценные бумаги на предъявителя к централизованному хранению и сделав необходимым элементом легитимации кредитора наличие определенных обязательственных отношений между ним и хранителем (депозитарием). Такие отношения нашли свое выражение в депозитарных договорах, связывающих должника, депозитария и кредитора.

²³ Шершеневич Г.Ф. Учебник русского гражданского права. М., 1995. С. 273.

²⁴ Не считая вексельного оборота, который, впрочем, выполнял иную функцию, являясь в определенной степени суррогатом денег.

Сегодня регулирование облигаций базируется на двух подходах – вещно-правовом (статичном) и обязательно-правовом²⁵.

IV.

Вещно-правовой подход к регулированию долговых ценных бумаг. Можно привести целый ряд признаков, указывающих на вещно-правовой акцент восприятия в России ценных бумаг в целом и облигаций в частности.

1. В литературе неоднократно подчеркивался единственный способ легитимации, устанавливающий, что право из бумаги производно по отношению к правам на бумагу. Возведение данного принципа в ранг главного критерия позволяет многим цивилистам продолжать дискуссию по вопросам спорности определения «бездокументарная ценная бумага» в силу доктринальной невозможности установления вещного права на обязательственное.
2. Список ценных бумаг, приведенный в законодательстве, долгое время считался исчерпывающим, поскольку в силу ст. 143 ГК РФ «к ценным бумагам относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг»²⁶.
3. В силу определения, приведенного в Гражданском кодексе, ценные бумаги являются документами, а, следовательно, объектом материальным, и в силу этого на них должны распространяться положения законодательства о вещных правах (за исключением именных бумаг, в которых у право мочее иное лицо должно быть прямо названо)²⁷.
4. Законодательно закреплено определение облигации только как ценной бумаги, удостоверяющей договор займа, что может привести к выводу о том, что права, удостоверяемые облигацией, фактически сводятся исключительно к правам лица, предоставляющего заем, т.е. происходит фиксация объема прав, закрепляемых за владельцем, что свойственно для институтов вещного права (вещных прав).
5. Высокая степень формализации документации (стандарты эмиссии), оформляющей выпуск облигаций, снижает возможность использования принципов диспозитивности и свободы договора.
6. ФЗ «О рынке ценных бумаг» оперирует такими терминами, как «собственник» и «владелец» ценных бумаг, безотносительно того, существует ли ценная бумага как вещь индивидуально-определенная.

В настоящее время вопрос о праве собственности (абсолютном праве) в отношении облигаций может быть рассмотрен с двух позиций:

- право собственности на сертификат ценной бумаги (в отношении документарных облигаций с централизованным хранением);

²⁵ Данное утверждение справедливо практически для всех видов ценных бумаг и заключается в известной формуле легитимации управомоченного лица — право из бумаги опосредовано правом на бумагу, — подчеркивающей первичность абсолютного права (см.: Мартыянова Т.е., Белов В.А. Ценные бумаги: эволюция становления и развития // Правоведение. 1992. №6).

²⁶ Принцип закрытости перечня ценных бумаг существенно размывается после признания за иностранными ценными бумагами национального статуса (ст. 51.1 ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

²⁷ Белов В.А. Бездокументарные ценные бумаги. Научно-практический очерк. М., 2001. С. 14.

- право на облигации.

С первым правом споров, как правило, никогда не возникало. Согласно ст. 18 ФЗ «О рынке ценных бумаг» сертификат ценной бумаги – это строго формальный документ, подлежащий передаче на хранение лицу со специальной дееспособностью – депозитарию. Хранение документа, хотя и происходит на основании договора с эмитентом, как правило, осуществляется в пользу указанных в системе лиц – владельцев облигации (их представителей или уполномоченных лиц).

В отношении второго права существует делящийся спор²⁸. Как неоднократно отмечалось в российской юридической литературе, признание права собственности в его классическом понимании в отношении обязательственного права является достаточно условным в силу исторически сложившегося пандектического понимания права собственности как абсолютного права в отношении (1) осязаемых (2) индивидуально-определенных (3) вещей. В то же время законодатель сознательно пошел на это в силу ряда причин, назвав облигационеров не просто собственниками, но и владельцами (ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

Фикция владения и права собственности в отношении облигаций существует сегодня в законодательстве в результате целого ряда причин. Именно право собственности отличает в глазах инвесторов облигации от обычных гражданско-правовых договоров займа и кредита. Указанная особенность ценных бумаг получила оформление в теории гражданского права через принцип публичной достоверности, в соответствии с которым в отношении ценных бумаг право собственности на бумагу удостоверяет имущественные права, следующие из бумаги (иначе – кредитор по заемному обязательству легитимируется путем доказывания титула на бумагу).

Долгое время данный принцип успешно реализовывался в условиях, когда облигацией признавалась бумага (вещь материальная), право собственности на которую доказывалось теми же способами, как и на любую движимую вещь.

Для цели развития оборота долговых ценных бумаг законодатель еще в 1990-е гг. мог пойти по одному из двух путей: (1) облигационер мог быть назван собственником ценной бумаги либо (2) в Гражданский кодекс должна была быть включена глава, посвященная абсолютному аспекту в отношении обязательственных прав, приравнивавшая оборот таких прав как облигации к обороту вещей. Критерием применения к правам положений об абсолютном праве может являться обязательная фиксация такого права в реестре, по аналогии с правами в отношении недвижимости (собственно говоря, в отношении которой изначально вещные права и развивались).

В современном обороте именно через реестр (депозитарный учет) осуществляется реализация принципа публичной достоверности. Можно предположить, что создание такого права практически, в соответствии с потребностями оборота, полностью дублировало бы объем права собственности²⁹. В условиях повсеместной дематериализации ценных бумаг распространение на них положений о праве собственности как наиболее сильном праве позволяет организовать эффективный рынок ценных бумаг. Для участников экономического оборота данное свойство обеспечивает ликвидность (оборотоспособность). Нормальный оборот ценных бумаг – это оборот собственников, правоспособность которых, как правило, либо ничем не ограничена, либо ограничена законодателем исходя из определенных рациональных предпосылок.

²⁸ См., к примеру: Белов В. А. Указ, соч.; Крашенинников Е. Л. Ценные бумаги на предъявителя Ярославль, 1995. И для сравнения – Степанов Д. И. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг // Хозяйство и право. 2002. № 3 С. 65.

²⁹ Кроме того, при привлечении средств через рынок облигаций основным вопросом остается вопрос о судебной защите права на них уполномоченного лица. Если право на иск, идентичное по своему содержанию с виндикационным правом, не признавалось бы за владельцами облигаций (как, впрочем, и за владельцами акций), возможность привлечения достаточного числа инвесторов стоила бы под сомнением, поскольку означала бы возможность предъявления иска только к лицу, занимающемуся ведением долговой книги (реестродержателю или депозитарию).

Поэтому законодатель пошел по менее сложному первому пути. Если посмотреть, насколько развился российский фондовый рынок за этот период, можно сказать, что решение было правильным.

В настоящей работе и в дальнейшем будут использоваться термины «владелец» и «собственник» при описании облигационеров, без необходимости возвращаться к спору о терминах.

Справедливости ради стоит отметить, что признание владельцев облигаций собственниками для российского правового поля может иметь достаточно важное значение в связи с необходимостью создания специальных правил принятия владельцами облигаций совместных решений (к примеру, о предоставлении отсрочки должнику при дефолте, замене обеспечения и т.д.). В англосаксонском праве для этих целей используется конструкция, заимствованная из общего права (*common law*) – траст (*trust*). Трастовый договор (*trust deed*) заключается при размещении бумаг, и в нем прямо указываются условия действий трасти (представителя кредиторов, действующего в их интересах)³⁰. Владельцы облигаций становятся стороной соглашения при приобретении бумаги (*contract of adhesion*). Именно трасти вступает во взаимоотношения с просрочившим должником и выполняет волю всех кредиторов или их большинства. При этом, поскольку зачастую согласие всех кредиторов (владельцев облигаций) не требуется³¹, возникает аналог корпоративных правоотношений внутри одного крупного займа, в которых наиболее значимые кредиторы (по количеству принадлежащих им бумаг) могут формировать волеизъявление и принимать решения в отношении всего займа, а следовательно, изменять права всех остальных владельцев облигаций без их прямого согласия.

В российском же праве, в условиях отсутствия концепции траста, возможным функциональным решением подобного вопроса было бы заключение между владельцами облигаций при их размещении договора о представителе, предусматривающего порядок принятия совместного решения³².

V.

Обязательно-правовой подход к регулированию ценных бумаг. Необходимо обратить внимание на то, что исторически в европейских правовых системах, в том числе в дореволюционной России, облигации стабильно воспринимались как институт обязательственного права.

В конце XIX в. Жорже Делуизон³³ указывает на то, что «регулирование купонных облигаций в то время не является предметом специального закона (что зачастую свойственно вещному праву, М.М.), поэтому, являясь одним из видов обязательств, они подпадают под регулирование принципов общего права и сложившихся обычаев». Далее Делуизон описывает знакомые сегодня правила ведения долговой книги, при которых право на получение номинала долга должника и процента удостоверялось выпиской из долговой книги (*l'institution de Grand-Livre*³⁴). Похожий пример мы можем встретить в дореволюционной работе Г.М. Колоножникова, который пишет, что прототипами современных облигаций являлись займы итальянских городов-государств (которые считаются также родиной первых векселей), боровшихся в

³⁰ Более подробно об эволюции данного института см.: Smith A. Forgotten Chapter in the Early History of the Corporate Trust Deed // American law review. 1927. p. 903.

³¹ Robert A. Hendrickson, Neal R. Silverman. Changing the situs of a trust.

³² О необходимости таких правовых институтов уже неоднократно упоминалось в ходе финансового кризиса, когда с предоставлением отсрочки должникам были согласны их кредиторы (не желавшие списывать миллиардные убытки), и в то же время не было возможности консолидировать их мнения для выработки условий изменения обязательств. Результатом дискуссии в то время стало поспешное создание законопроекта о владельце облигаций, который, не имея научной концепции в основе, так и не был принят. Законопроект О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части создания механизмов, направленных на защиту прав владельцев облигаций), дата внесения в ГД - 17 июня 2009 г. В частности, в указанном законопроекте предусматривалась возможность запрета владельца облигации на самостоятельное заявление иска в суд, в то же время не приводилось никаких оснований того, почему ограничивается закрепленное ст. 49 Конституции право.

³³ Georges Deloison. Traite des vateurs mobilières. Paris. L. Larose et Forcel 1890. С. 20—21.

³⁴ Georges Deloison. Traite des vateurs mobilières. Paris. L. Larose et Forcel 1890. С. 38.

XII–XVI вв. за независимость от германских императоров, австрийцев и французов (а также друг против друга)³⁵. Как показывает Колоножников, постепенное овеествление облигаций было вызвано несовершенством ведения долговой книги и обусловлено исключительно интересом оборота³⁶.

Изначально крупные коллективные займы оформлялись записью в долговой книге суверенов или городов. В отсутствие капиталистических отношений это были единственные в Средние века лица, которые были заинтересованы в крупном финансировании. Иногда заемщик выдавал подтверждающий долг документ. Главным признаком облигаций того времени являлся совместный характер займа, позволявший исследователям видеть в природе облигаций совместное товарищество займодавцев³⁷.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что материальная природа облигации исторически не рассматривалась в качестве главного признака облигаций. Ситуация изменилась после развития учения о ценных бумагах немецкими пандектистами (первый этап) и вернулась к историческим истокам в конце XX в., после появления новых способов фиксации с помощью современной техники.

VI.

Виды договоров, удостоверяемых облигацией. Стоит признать, что по мере развития оборота объективным критерием признания какого-либо правоотношения действительным должно быть не наличие его описания в нормативном акте, а объективный критерий защиты рынка и отказ в признании сделки недействительной, если с учетом всех обстоятельств в ее оспаривании есть единственная цель – уклониться от исполнения обязательств. Данное утверждение справедливо и в облигационных отношениях. Традиционным и устоявшимся пониманием предназначения облигаций является их определение как одной из форм оформления заемных денежных отношений, возникающих в момент предоставления эмитенту денег и встречного предоставления (размещения) облигации в пользу займодавца. Учитывая функцию денег в качестве всеобщего эквивалента, такая характеристика облигации легко укладывалась в практику имущественного оборота, однако сегодня она не может считаться исчерпывающей.

Как показывает законодательство, сегодня права из облигаций могут носить как денежный характер (обязательство передать деньги), так и товарный характер (обязательство передать имущество, за исключением денег)³⁸. В последнем случае облигации удостоверяют отношения товарного кредита (когда предметом обязательства является товар) или могут быть квалифицированы в качестве договора купли-продажи, когда приобретатель, передавая деньги, получает удостоверенное облигацией право получить иное имущество.

Таким образом, облигация совсем не является инструментом, позволяющим легитимировать управомоченное лицо только в отношениях (1) денежных и (2) заемных. Более того, значительное количество оборота в настоящее время сконцентрировалось в облигациях с деривативным элементом и даже облигациях, опосредующих права либо на имущество эмитента (*asset backed security*), либо на его выручку (*revenue bonds*). Необходимость построения развитого рынка ценных бумаг в России с неизбежностью приведет нас к необходимости расширения спектра использования облигации в гражданском обороте и осмыслению сущности этих явлений. Не имея возможности сконцентрироваться

³⁵ См.: Колоножников Г. М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ, С. 38.

³⁶ Там же.

³⁷ Там же.

³⁸ Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента (выделено нами. -М.М.). Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в чей процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт" (ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»). В то же время в соответствии с действующим законодательством допускается оплата облигаций неденежными средствами (за исключением облигации акционерных обществ).

на их описании в рамках данной работы, ниже приведем основную классификацию облигаций, существование которых допустимо с точки зрения оборота:

- облигации, отражающие куплю-продажу (для реализации подобной функции российское законодательство, как указано выше, предоставляет возможность требовать взамен переданных денежных средств предоставления определенного имущества);
- облигации, отражающие договор мены, в которой за предоставленное имущество должник обязуется вернуть такое же или иное имущество, определенное родовым признаком;
- облигации, содержащие элемент деривативного договора (облигации со свопом);
- облигации, опосредующие право на имущество должника;
- облигации, опосредующие корпоративный контроль в отношении должника.

Таким образом, понимание облигации как договора займа в целом является хотя и правильным³⁹, но несколько узким и не должно закрывать возможность структурировать на его основе сложный договор, совмещающий элементы разных обязательств. Легальная база для этого заложена как в нормах ГК РФ (п. 3 ст. 421 ГК РФ), так и в ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Облигация может рассматриваться как договор, по которому управомоченное лицо может быть определено в конкретный момент времени путем обращения к системе ведения учета. Представляется, что в этом и заключается функциональный смысл данного института, который юридическая наука должна выразить через существующий институт гражданского права, чтобы не допускать ущемления интересов оборота в ходе схоластических споров.

Развитие рынка облигации за рубежом, в первую очередь в Англии и США, стало результатом широкого использования при структурировании выпусков принципа свободы договора. Вызовы, стоящие перед отечественной экономикой, в конечном счете приведут к тому, что подобное понимание правоприменительной практики сложится и в России. При этом принцип свободы договора в отношении облигаций должен быть сбалансирован (1) правилами, устанавливающими критерии в отношении выпускающих их компаний, и (2) требованиями к уровню раскрытия должником информации о себе для сглаживания асимметрии информации на рынке. Подобные правила должны быть тщательно проработаны с позиции раскрытия именно необходимой и достаточной для рынка информации, над чем сегодня в России еще предстоит работать.

³⁹ Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Общие положения.