

**Анатолий Аксаков**

заместитель председателя Комитета Госдумы
по кредитным организациям и финансовым рынкам,
член Национального банковского совета,
Президент Ассоциации региональных банков России

УЧЕТНАЯ СИСТЕМА РАЗВИТОГО РЫНКА: ОТ ПРИВАТИЗАЦИИ К ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Бурный рост российского рынка акций и облигаций предъявляется все новые требования к учетной системе. К концу 2006 г. суммарный объем фондовых ценностей, права на которые учитываются в российских депозитариях, оценивался более чем в 10 трлн руб. Сравнимые объемы активов учитываются на счетах, которые ведут российские регистраторы. Обороты бездокументарного рынка превышают сотни миллиардов долларов. Несмотря на все известные недочеты, организационные и правовые пробелы, национальная учетная система сегодня относительно успешно обслуживает потребности участников, оперирующих на рынке капитала.

В современном хозяйственном обороте бестелесные имущественные ценности занимают центральное место. Это кардинальным образом отличает современную ситуацию от экономики XIX в., которая, напротив, имела в своей основе экономический порядок, базировавшийся на материальных вещах. Создание стоимости происходило преимущественно путем производства и продажи товаров. Если раньше богатство выражалось в форме собственности на сельскохозяйственную продукцию, то сегодня оно проявляется в виде портфеля ценных бумаг. В результате центр тяжести коренным образом сместился от телесных к бестелесным имущественным ценностям.

Когда-то ценные бумаги, которые обращались на бирже, на практике передавались физическим образом. Сегодня подобные сделки проводятся по счетам депо, на которых учитываются ценные бумаги. Информационные технологии и потребности хозяйственного оборота оказали огромное воздействие на современную инфраструктуру рынка капитала. В свою очередь развитие экономики поставило непростые задачи перед законодателями и теоретиками

права, проводив сложности применения классического права ценных бумаг, которое основывается на передаче бумажного документа.

Возникнув 15 лет назад как результат массовой приватизации, российский фондовый рынок немедленно оказался вовлечен в процессы глобализации экономики. В мировом масштабе они привели к кардинальному изменению структуры рынка капиталов. В результате слияний и поглощений начали возникать все более крупные предприятия, потребности в финансировании которых уже не были способны удовлетворить отдельные национальные торговые площадки. С другой стороны, сформировались международные финансовые группы и инвестиционные банки, которые осуществляют свою деятельность на всех значимых мировых рынках. Для столь крупных эмитентов и инвесторов участие на американском, европейском и развивающихся рынках, с присущими им национальными различиями в правилах торговли и исполнения сделок, на практике связано с чрезмерными расходами.

Повсеместно как эмитенты, так и институциональные инвесторы публично заявляют о своем интересе, направленном на унификацию правил торговли и исполнения сделок. В России подобные идеи находят свое выражение в обсуждении законодательных инициатив по созданию Центрального депозитария, принятию единого законодательства о биржевой деятельности и клиринге. Наши европейские коллеги еще в 1999 г. опубликовали план мероприятий по развитию рынка финансовых услуг. Тогда Комиссия ЕС указывала на то, что ее целью является построение единого европейского рынка капиталов. Одним из результатов работы данной группы стало то, что, помимо изменения правил, связанных с торговлей ценными

бумагами и допуском к ней, было признано необходимым реформирование положений, касающихся исполнения сделок с ценными бумагами (поставки и расчетов). В докладе специально созданной рабочей группы отмечалось, что существенным недостатком европейских рынков является отсутствие единой унифицированной и эффективной системы исполнения сделок с ценными бумагами.

Сегодня путь, пройденный Европой, повторяет российский рынок. Те барьеры, которые там были порождены границами и различиями правовых систем отдельных государств, в России возникли в результате ведомственных разногласий, отсутствия единой государственной политики, рыночной стихии, особенно ярко проявивших себя в середине 1990-х гг. В то время когда наши соседи закладывали основы единого европейского рынка — принимали директивы ЕС о завершении расчетов, о финансовом обеспечении, обсуждали общие принципы клиринга и расчетов, реализуя тем самым продуманный план мероприятий по развитию рынка финансовых услуг, российский рынок медленно восстанавливался после глубокого и всеобъемлющего кризиса. На сегодняшний момент российское право представляет собой смешение различных систем. Оно основывается на положении об овеществлении права в ценной бумаге, воспринятом в германском праве. После того как в начале 1990-х гг. мы с нуля начали восстанавливать свое право рынка капиталов, благодаря влиянию западных консультантов были восприняты концепции общего права. В дополнение к этому были введены правила о так называемых бездокументарных ценных бумагах. Рецепция общего права и правовая конструкция бездокументарных ценных бумаг послужили причиной возникновения фундаменталь-

ных теоретических проблем, которые могут быть гораздо лучше поняты благодаря тому, что право ценных бумаг рассматривается как привилегия (особое право) некоторого субъективного права, которое передается в порядке, предусматривающем повышенный уровень защищенности, установленный в вещном праве.

Работая над законодательством о Центральном депозитарии, клиринге, учетной системой, российский законодатель просто обязан учитывать европейские и мировые реалии. Однако процесс унификации осложняется тем, что даже европейские правовые порядки пока не прошли до конца путь от систем передачи бумажных документов до электронных систем исполнения сделок. Как следствие, нормы вещного права с большим трудом могут быть приспособлены для описания способов передачи бестелесных вещей.

Другая проблема состоит в том, что континентальное, и в том числе российское, право отличается совершенно иной подход к абсолютным правам и к инструментам рынка капиталов, нежели существующий в английском праве. Эти различия до сих пор не были изучены достаточно полно. В какой бы форме ни существовала российская система передачи ценных бумаг, правила, на основе которых она будет функционировать, должны учитывать различие между английским и континентальным правом. В то же время уже сегодня понятно, что разные правовые системы хоть и основываются на различных подходах, тем не менее позволяют указать универсальные принципы, с опорой на которые решаются конкретные вопросы.

Нам только предстоит исследовать основы, на которых могут быть построены как единая российская расчетная система (система исполнения сделок), так и национальное коллизионное право. При этом фундаментальные юридические вопросы следует решать с учетом все возраставшей тенденции дематериализации оборота ценных бумаг.

До сих пор российский опыт в этой сфере представляет собой своеобразное смешение правовых систем. Россия принадлежит к странам континентального права, и в то же время с момента создания рыночных отношений здесь оказались восприняты правовые конструкции общего права, особенно в области инструментов рынка капиталов. Прежде чем создавать законченную систему правил, регулирующих учет и передачу ценных бумаг, следует охватить единым взором проблемы, которые должны быть разрешены на уровне законодательства. Независимо от классификации инструменты рынка капиталов, ценные бумаги с эконо-

мической точки зрения являются правами. Они есть права особого вида, потому что создаются в большом количестве на единых условиях и торгуются на организованном рынке (бирже).

Права, как и товары, являются имуществом, которое имеет некоторую экономическую стоимость, получаемую при его продаже. Разница между товаром и бестелесным правом состоит в том, что покупатель товара всегда может проверить его качество путем физического изучения. Недостаток товара материально проявляется в самом товаре. В том, что он существует и имеет физические признаки, покупатель может убедиться в результате личного исследования. Существует ли некоторое субъективное право и каков его объем, «снаружи» установить невозможно. Таким образом, покупатель права подвергается особому риску. Он не может физически им овладеть и проверить, а должен поверить продавцу, что оно действительно существует и соответствует оговоренным условиям. Покупатель права хочет гарантии того, что право, которое он намеревается приобрести, действительно существует и к тому же осуществимо. С другой стороны, продавец прав также заинтересован в том, чтобы покупатель нес как можно меньший риск. Он сможет тем легче и выгоднее оценить свое право, чем ниже риск покупателя, связанный с данной транзакцией. Правила, обеспечивающие гарантированную передачу права, служат не только интересам продавца и приобретателя, но и интересам должника. А вся инфраструктура рынка, таким образом, работает на экономику, обеспечивая эффективный обмен стоимостями, движение и обмен товаров и материальных благ. Чем более надежна передача, тем легче кредитору оценить свое право и тем с большей готовностью он будет предоставлять должнику кредит.

Сказанное справедливо не только тогда, когда речь идет о правоотношении, в котором участвуют для определенных лиц, но и когда рассматривается ситуация привлечения денежных средств от неограниченного круга инвесторов. Благодаря стандартизации ценные бумаги стали ликвидным товаром, который может обращаться на рынке капиталов. Оборотоспособность прав, выраженных в ценной бумаге, снижает инвестиционный риск кредитора. В случае, когда кредитор испытывает потребность в денежных средствах, ранее отданных займы, находит лучшего должника либо утрачивает доверие к первоначальному заемщику, он может продать принадлежащее ему право на рынке. Должник, кроме того,

получает следующее преимущество: благодаря обратному выкупу подобных инструментов он может уменьшить объем своих обязательств.

Выдаваемые в большом количестве ценные бумаги (и инкорпорированные в них права) продаются и покупаются по добно товарам. Покупателю должно быть гарантировано, что приобретаемое им право имеет известное содержание. Максимум что доступно покупателю, это вступить в переговоры с должником. В случае прав, которые обращаются на ликвидном рынке, эта техника, однако, не будет достаточно эффективной. Риск того, что содержание права не отвечает достигнутым договоренностям, будет отражаться на цене, которая складывается на рынке. Чем более гарантировано положение покупателя, которое могут обеспечить правила передачи права, тем меньше риск и тем более эффективным будет рынок капитала. Эффективный рынок капитала необходим не только инвесторам, но прежде всего эмитентам, испытывающим потребность в заемных средствах, и, наконец, российской экономике в целом. Правовые порядки, который желает заложить основы для рынка ценных бумаг, отвечающего потребностям экономики, должен формулировать правила для передачи инструментов рынка капиталов таким образом, чтобы максимально снизить риски рыночных участников.

Эти общие юридические рассуждения и понимание необходимости законодательных новаций не отменяют других видов и форм государственной поддержки рыночной инфраструктуры. Российские власти должны понять, что функциональный финансовый рынок и развитая инфраструктура рынка капиталов являются не менее важными элементами экономики, чем сеть транспортных коммуникаций или нитки нефте- и газопроводов, связывающих Россию с Европой. При этом важным дополнением эффективного и понятного правового регулирования должны стать меры экономической поддержки данной инфраструктуры. Уже на первом этапе часть средств государственных централизованных фондов, в принципе, могла бы использоваться в качестве гарантийного буфера, обеспечивающего надежность расчетно-клиринговой системы российского рынка ценных бумаг, деривативов или товарных контрактов. Такие амбициозные задачи в обязательном порядке следует формулировать и ставить перед государственными органами, в противном случае существенное отставание национального рынка может стать необратимым, несмотря на самые совершенные законы и правила. ■

