

## О НЕКОТОРЫХ КОЛЛИЗИЯХ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА ОБ ЭМИССИОННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГАХ

Несовершенство Федерального закона «О рынке ценных бумаг»<sup>1</sup> уже давно стало притчей во языцех. Пожалуй, нет ни одного серьезного исследования в данной области, где не отмечалось бы фундаментальное противоречие между содержащимся в Законе понятием эмиссионной ценной бумаги и ст. 142 ГК РФ.<sup>2</sup> Наивысшее выражение оно нашло в определении бездокументарной ценной бумаги (ст. ст. 2, 16 Закона), понимаемой либо как совокупность имущественных и неимущественных прав, либо как фикция материальной бумаги, в зависимости от чего разными авторами делаются противоположные выводы о допустимости распространения на нее вещно-правового режима. Диапазон мнений варьируется от признания возможности обладать такой бумагой на праве собственности, до отрицания конструкции права на право и сведения отношений к сугубо обязательственным (отношениям из бумаги, но не на бумагу). Нет нужды доказывать, насколько важно с практической точки зрения решение данной проблемы, включая возможность виндикации такой бумаги в случае незаконно учиненного трансферта.

В результате дематериализации эмиссионная ценная бумага, перестав быть вещью, лишилась и своего конститутивного признака – необходимости предъявления для осуществления выраженного в ней права. Отсутствие легитимации права в документе в свою очередь привело к тому, что с утратой реестра или вследствие недобросовестных действий реестродержателя, у инвестора отсутствуют достоверные доказательства владения им ценной бумагой, поскольку выписка из реестра фиксирует данный факт лишь на определенную дату. Тем более показателен пример, когда держателем реестра выступает сам должник по обязательству. Инвестор, таким образом, становится заложником его добросовестности. Незаконные действия с реестром в совокупности отсутствием достоверных доказательств о

---

\* © Г.В. Цепов, 2001 – адвокат Санкт-Петербургской городской коллегии адвокатов.

<sup>1</sup>ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996г. (с изменениями от 08.07.1999г.) № 39-ФЗ/ СЗ 1996 №17 Ст. 1918; 1998 №48 Ст. 5857; 1999, № 28. Ст. 3472.

<sup>2</sup> См., например: Ломакин Д.В. Акционерное правоотношение. М., 1997. С. 53- 69; Маковская А.А. Залог денег и ценных бумаг. М., 2000. С. 40 – 50; Юлдашбаева Л.Р. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций). М., 1999. С. 8-127.

владении инвестором данной бумагой, а также невозможностью виндичировать ее у незаконного приобретателя делает первоначального владельца настолько незащищенным, что отпадает всякое желание вкладывать средства с использованием данных «инструментов». Не секрет, что поскольку акции российских обществ в большинстве своем существенно недооценены, не спасает и иск о возмещении убытков, установить истинный размер которых, как правило, невозможно.

По изложенным причинам следует приветствовать внесение изменений в ст. 44 ФЗ «Об акционерных обществах»<sup>3</sup>, согласно новой редакции которой в обществах с числом акционеров более 50 ведение реестра должно осуществляться профессиональным регистратором. Но все же это полумера. Для защиты прав акционеров было бы правильно предусмотреть такую обязанность и для обществ с числом акционеров 50 и менее, если данными обществами не выпущены акции в документарной форме. В небольшом закрытом обществе обладатель незначительного пакета акций чувствует себя, как правило, не многим уютней, чем в компании со значительным числом участников. В любом случае, должен быть найден разумный компромисс между оборотоспособностью эмиссионных ценных бумаг, безопасным положением их владельцев и расходам на их эмиссию и обращение.

Другой случай несогласованности законодательных актов между собой демонстрирует ст. 24 ФЗ «О рынке ценных бумаг», предусматривающая право эмитента начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после регистрации их выпуска. Еще жестче норма п. 2 ст. 5 ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»<sup>4</sup>, согласно которой совершение владельцем бумаг любых сделок с принадлежащими ему ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах выпуска запрещаются. Только здравая логика при толковании данных норм в корреспонденции со ст. ст. 9, 25, 34 ФЗ «Об акционерных обществах» позволяет прийти к выводу, что указанные требования не распространяются на случай размещения акций среди учредителей общества,

---

<sup>3</sup> ФЗ «Об акционерных обществах» №208-ФЗ (с изменениями и дополнениями от 07.08.2001г.) / СЗ 1996, №1 Ст.1, №25 Ст. 2956; 1999 № 22 Ст. 2672.; Российская газета №151-152 от 09.08.2001г.

<sup>4</sup> ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999г. № 46-ФЗ/ СЗ РФ 1999, №10. Ст. 1163.

поскольку в противном случае создание и функционирование общества становится невозможным как таковое.

Парадоксальным выглядит и применение вышеназванных норм при универсальном правопреемстве. Проиллюстрируем это на следующем примере. Было создано закрытое акционерное общество «Б», учредителем и единственным акционером которого выступило общество с ограниченной ответственностью «А». При этом выпуск акций ЗАО «Б» не прошел государственную регистрацию. В свою очередь ООО «А» преобразовалось в закрытое акционерное общество. Затем высшим органом управления ЗАО «Б» в лице его единственного акционера ЗАО «А» было принято решение о внесении изменений и дополнений в устав данной организации. Документы были поданы в регистрационный орган, который отказал в их регистрации, мотивируя это тем, что к ЗАО «А» в порядке универсального преемства не могли перейти права на ценные бумаги ЗАО «Б», выпуск которых и отчет об итогах выпуска не прошли государственной регистрации. Следовательно, правопреемник ООО «А» - ЗАО «А» не могло стать акционером ЗАО «Б». Данная позиция была поддержана соответствующим региональным отделением ФКЦБ. Открытым, однако, остался вопрос, кому стали принадлежать акции ЗАО «Б» после исключения из государственного реестра регистрации юридических лиц ООО «А». Подобная проблема возникает и при наследовании акций, выпуск которых и отчет об итогах выпуска которых не прошли государственную регистрацию. С учетом того, что существует значительное число акционерных обществ с аналогичными нарушениями, данный казус требует скорейшего разрешения. Полагаем, что исходя из смысла закона, невозможность совершения сделок с такими ценными бумагами не должна распространяться на случай универсального правопреемства.

Устранения требует и коллизия между ст. 46 ФЗ «Об акционерных обществах», ст. 8 ФЗ «О рынке ценных бумаг» и п.п. 3.4.4 «Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг», утвержденного Постановлением ФКЦБ России от 02.10.97г. № 27.<sup>5</sup> Так, держатель реестра обязан по требованию акционера выдать

---

<sup>5</sup> Постановление ФКЦБ России от 02.10.97 № 27 (с изменениями и дополнениями) // Вестник ФКЦБ России. 1997, №7, С.1; 1998, № 1. С. 15; 1998, №2 . С. 11.

выписку из реестра. С другой стороны, к реквизитам выписки относится государственный регистрационный номер ценных бумаг. Таким образом, если выпуск акций не зарегистрирован, выдать надлежащим образом оформленную выписку из реестра невозможно. Каким документом акционер, который приобрел акции при учреждении общества акции, может удостоверить свое право, остается в этом случае неясным.

Другой не менее важной проблемой является признание выпуска ценных бумаг недействительным. В настоящее время п. 5 ст. 51 ФЗ «О рынке ценных бумаг» позволяет предъявлять такой иск ФКЦБ, региональным отделениям ФКЦБ, государственным регистрирующим органам, органам государственной налоговой службы, прокурору, а также другим государственным органам, осуществляющим полномочия в сфере рынка ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Применительно к ФКЦБ закон конкретизирует, что комиссия вправе обращаться с иском в суд о признании выпуска ценных бумаг недействительным в случае, если недобросовестная эмиссия повлекла за собой заблуждение владельцев, имеющее существенное значение, либо в случае, если цели эмиссии противоречат основам правопорядка и нравственности. Аналогичное право предоставляется ФКЦБ и в случае, если недобросовестная реклама повлекла за собой заблуждение владельцев, имеющее существенное значение.<sup>6</sup>

Однако остается открытым вопрос, можно ли требовать признания выпуска недействительным по основаниям, отличным от упомянутых в ст. 51 ФЗ «О рынке ценных бумаг».<sup>7</sup> Кроме того, непонятно, что следует понимать под «заблуждением владельцев, имеющее существенное значение». Как велико, к примеру, должно быть число таких владельцев и относительно чего они должны заблуждаться? Нет

---

<sup>6</sup> См.: п.п. 3, 7 ст. 51 ФЗ «О рынке ценных бумаг».

<sup>7</sup> Согласно пункту 5.1. Положения о порядке приостановления эмиссии и признания выпуска ценных бумаг несостоявшимся или недействительным, утвержденного постановлением ФКЦБ РФ от 31.12.1997 № 45, выпуск ценных бумаг может быть признан недействительным по решению суда в случаях: 1) нарушения эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации; 2) обнаружения в документах, на основании которых был зарегистрирован выпуск ценных бумаг, недостоверной информации; 3) в иных случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг. Как видно, перечень оснований для признания выпуска ценных бумаг недействительным сформулирован настолько широко, что даже незначительное нарушение эмитента может привести к изъятию из оборота ценных бумаг. // См.: Постановление ФКЦБ РФ от 31.12.1997 № 45. Вестник ФКЦБ России 1998, №1. С. 5.

единства и по поводу круга лиц, которые могут обратиться в суд с данным требованием. По мнению некоторых авторов, вышеуказанный перечень не является исчерпывающим и в суд может обратиться любое лицо, чье право нарушено.<sup>8</sup> Очевидно, что угроза признания недействительным выпуска ценных бумаг при отсутствии детальной правовой регламентации данной процедуры является мощным орудием давления на эмитента и его инвесторов.

При реализации данного права встают и иные проблемы. Ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» определяет выпуск ценных бумаг как совокупность ценных бумаг одного эмитента, обеспечивающих одинаковый объем прав владельцев и имеющих одинаковые условия эмиссии (первичного размещения). Следовательно, говоря о признании недействительным выпуска ценных бумаг, имеется в виду признание недействительным их определенной группы. Как отмечалось ранее, из содержания ст. ст. 2, 16 Закона можно сделать вывод, что Закон понимает бездокументарные ценные бумаги как совокупность имущественных и неимущественных прав. Однако можно ли признать недействительными субъективные гражданские права?

Доктрина рассматривает субъективное гражданское право как обеспеченную законом меру возможного поведения управомоченного. Закон не в состоянии обеспечивать незаконную либо отсутствующую возможность. Следовательно, допустимо говорить об отсутствии субъективного гражданского права, но не о его недействительности. Недействительным мыслим лишь юридический факт, лежащий в основании предполагаемого правоотношения. По справедливому замечанию И.Б. Новицкого, факт не может превратиться в не-факт.<sup>9</sup> Предъявляя требование о его недействительности (сделки либо административного акта), имеется в виду, что он не влечет тех юридических последствий, на которые был направлен.

---

<sup>8</sup> См.: Формы защиты прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг. М., 2000. С. 209- 211. Некоторую ясность внес по данному вопросу также Обзор практики разрешения споров, связанных с отказом в государственной регистрации выпуска акций и признанием выпуска акций недействительным, подготовленный Президиумом ВАС РФ. Следуя нему, во-первых, выпуск акций может быть признан недействительным по требованию любого лица, права которого нарушены (в том числе, акционера), во-вторых, основанием может являться не только заблуждение владельцев акций, имеющее существенное значение, но и другие нарушения эмитента в ходе эмиссии, в том числе, несоблюдение требований по формированию уставного капитала, отсутствие в уставе (решении общего собрания) необходимых данных об объявленных акциях, представление эмитентом регистрирующему органу недостоверной информации при регистрации выпуска акций и отчета об итогах их размещения и т.д. // Информационное письмо Президиума ВАС № 63 от 23.04.2001г. ИПС «Кодекс».

<sup>9</sup> Новицкий И.Б. Сделки. Исковая давность. М., 1954. С. 67.

Можно также говорить о недействительности ценной бумаги как документа. Это означает, что выдаваемый за ценную бумагу документ в действительности ей не является вследствие порока формы и (или) отсутствия необходимых реквизитов. Документ в данном случае служит корпусом сделки и его недействительность влечет недействительность и самой сделки. Поэтому выдача (размещение) такого документа не порождает тех правовых последствий, которые влекла бы выдача (размещение) правильно оформленной ценной бумаги. Не приводит к указанным последствиям и предъявление данного документа, так как он не легитимирует никакого субъективного гражданского права.<sup>10</sup> Однако вряд ли можно признать недействительным нематериальный «документ», лишенный корпуса как такового.

Таким образом, надлежит прийти к выводу, что требовать признания недействительным выпуска бездокументарных ценных бумаг, понимаемого как их совокупность, невозможно. Любопытно отметить, что сам ФЗ «О рынке ценных бумаг» неоднозначно трактует понятие «выпуск». В отличие от ст. 2 Закона, к примеру, в статьях 24, 25 Закона говорится о выпущенных (выпускаемых) ценных бумагах, об отчете об итогах выпуска ценных бумаг. Из анализа ст. 25 Закона вытекает, что в данном контексте имеются в виду итоги размещения ценных бумаг, ибо у совокупности прав, равно как и у документов, нет и не может быть никаких итогов. Даже в повседневном русском языке слово «выпуск» употребляется чаще не как совокупность произведенных вещей, но как процесс выпуска. Подобная множественность значений запутывает и без того сложную процедуру уяснения смысла приведенных правовых норм.

Поскольку бездокументарная ценная бумага не документ, то документом, удостоверяющим права, закрепленные ценной бумагой, выступает решение о выпуске данных ценных бумаг (ст. 18 Закона). Однако у названного решения есть и второе значение: решение-сделка. Именно сделка может и должна признаваться недействительной. Однако само по себе данное решение не позволяет приступить к размещению удостоверяемых им эмиссионных ценных бумаг, поскольку требуется еще и его государственная регистрация, происходящая одновременно с

---

<sup>10</sup> Именно в таком смысле, по нашему мнению, к примеру, надлежит толковать п. 33 Положения о переводном и простом векселе, употребляющий термин «недействительность векселя».

государственной регистрацией выпуска. Следовательно, вместо признания недействительным выпуска ценных бумаг правильнее вести речь о признании недействительным юридических фактов, лежащих в основании размещения ценных бумаг: решения эмитента о выпуске ценных бумаг и распоряжения о государственной регистрации данного решения.<sup>11</sup> При этом решение о выпуске вступает в силу лишь с момента его государственной регистрации. Последнее обстоятельство позволяет ФКЦБ (его региональному отделению) требовать признания данного решения недействительным, не опасаясь предъявить иск к самой себе. Вследствие этого признание решения о выпуске ценных бумаг недействительным надлежит сделать единственным способом защиты нарушенных прав, при котором все размещенные ценные бумаги выпуска аннулируются (удостоверенные ценной бумагой права не считаются возникшими).

Правильность изложенной позиции можно подкрепить следующими аргументами. В настоящее время существуют несколько способов защиты нарушенных прав инвестора, приводящих в итоге к одинаковому результату – недействительности размещения ценных бумаг. К их числу относятся: 1) признание недействительным решения о размещении ценных бумаг; 2) признание недействительным выпуска ценных бумаг; 3) признание недействительным решения о выпуске ценных бумаг; 4) признание недействительным распоряжения о государственной регистрации выпуска ценных бумаг; 5) признания недействительным решения об утверждении проспекта эмиссии; 6) признание недействительным распоряжения о государственной регистрации проспекта эмиссии 7) неприменения судом актов государственного регистрирующего органа, противоречащих закону. В результате возникает коллизия между сроками исковой давности (для признания недействительным выпуска ценных бумаг установлен годичный срок исковой давности с даты начала размещения ценных бумаг), а также затруднения в ряде случаев при определении субъектного состава спора. Данная ситуация ненормальна. Практика требует выработки единого способа защиты гражданских прав для одинаковой группы потерпевших при одинаковом виде нарушения.

---

<sup>11</sup> По нашему мнению, нет ни теоретической, ни практической необходимости разводить друг от друга государственную регистрацию выпуска ценных бумаг и государственную регистрацию решения о выпуске ценных бумаг.

Следует также более четко определить субъектов, обладающих возможностью предъявлять требование о признании недействительным решения о выпуске ценных бумаг. На наш взгляд, к их числу нужно отнести самого эмитента, а также его участников, права которых нарушены данным решением. Здесь бесполезно отметить, что само по себе решение о выпуске субъективные права приобретателей не нарушает. Они нарушаются лишь фактом приобретения ценных бумаг, когда обязательным условием продажи ценной бумаги выступает предоставление инвестору надлежащей информации. У покупателя всегда есть возможность оспорить заключенный им договор, поскольку предоставление достоверной информации в данном случае надлежит рассматривать как элемент самой сделки, а не обязанность из возникающего на ее основе правоотношения. Поэтому признание недействительным решения о выпуске ценных бумаг должно являться исключительной мерой защиты прав приобретателей ценных бумаг одного выпуска, допускаемой лишь в особых случаях.

По изложенным причинам ФКЦБ (иной регулирующий орган) должно наделяться данным правом лишь тогда, когда это прямо установлено законом. Таким случаем может служить нарушение эмитентом законодательства, вследствие которого при размещении ценных бумаг существенно нарушаются или могут быть существенно нарушены права значительного числа приобретателей. Целесообразно установить количественные и стоимостные критерии для предъявления такого иска, а также виды допущенных эмитентом нарушений. Другие государственные органы, указанные в п. 5 ст. 51 ФЗ «О рынке ценных бумаг», кроме иных регулирующих рынок ценных бумаг органов и прокурора, должны быть лишены данной возможности, поскольку решение о выпуске ценных бумаг не затрагивает их прав и обязанностей, а регулирование рынка ценных бумаг не входит в их компетенцию.

Что же касается признания выпуска несостоявшимся, логичнее говорить о признании несостоявшимся размещения выпуска, поскольку в этом случае ценные бумаги аннулируются, то есть права их владельцев прекращаются вследствие установленных законом обстоятельств, в отличие от признания недействительным



решения о выпуске, когда договоры купли-продажи признаются недействительными.<sup>12</sup> В обоих случаях денежные средства, полученные в результате размещения ценных бумаг, возвращаются приобретателям, хотя и по разным основаниям. Приостанавливать же выпуск вообще нельзя, о чем правильно указывалось в литературе.<sup>13</sup>

Цепов Георгий Викторович  
адвокат, заведующий юридической консультацией №68 «Частное право»  
Санкт-Петербургской городской коллегии адвокатов, 2001

---

<sup>12</sup> См.: Положение о порядке возврата владельцам ценных бумаг денежных средств (иного имущества), полученных эмитентом в счет оплаты ценных бумаг, выпуск которых признан несостоявшимся или недействительным, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 08.09.98 № 36. // Вестник ФКЦБ России. 1998, №7. С. 11.

<sup>13</sup> См.: Формы защиты прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг. М., 2000. С. 199.