**Об управлении рисками на рынке ценных бумаг**

Бушев А.Ю. доцент кафедры коммерческого права СПбГУ, к.ю.п.

Ценная бумага - один из правовых институтов, способствующих перемещению капиталов и иных материальных ценностей между предпринимателями. Отечественный рынок ценных бумаг, пребывающий по известным причинам в начальной стадии своего развития, осваивает множество правовых институтов, заимствованных из-за рубежа и ранее неизвестных российскому законодательству. Наибольший интерес государства, при этом, вызывают ценные бумаги, используемые в инвестиционной сфере. Оживилась и цивилистическая мысль: ученым необходимо договориться о том, как разместить нововведения среди традиционных институтов и классификаций. Для института ценных бумаг основные дискуссии развернулись по вопросу о природе бездокументарной ценной бумаги, а так же о том, что в современных условиях коммерческой деятельности первично при определении этого института - форма (документ, вещь) или содержание (особое право). Разнообразие возможных правовых решений как тех, которые уже получили свое закрепление в российском праве, так и тех, которые щедро предлагает на выбор зарубежный опыт,1 диктует необходимость выработки единых подходов. Во-первых, следует договориться о методологии, возможно, обновленной, которую можно было бы использовать для оценки и селекции правовых нововведений. Во-вторых, следует согласиться относительно значения базовых институтов, которым, несомненно, для рынка ценных бумаг является институт ценной бумаги, а также относительно места последнего в системе смежных правовых институтов.

На кафедре коммерческого права СПбГУ в рамках специального учебного курса по проблемам правового регулирования рынка ценных бумаг (автор - Бушев А.Ю.) проводятся исследования, ставящие своей целью ответить на указанные выше вопросы. Основные результаты проделанной работы, которые разделяются не всеми сотрудниками кафедры, и поэтому выносятся на суд юридической общественности, следующие.

1. Комплексное и междисциплинарное рассмотрение таких категорий как экономический (имущественный) интерес, интерес и поведение, неопределенность результата поведения и риск, способы минимизации риска, право и поведение, право и риск, а также некоторых других правовых, экономических, психологических, управленческих и политических явлений позволяет наметить и обосновать в качестве одного из методов исследования правовых институтов - правовую доктрину рисков.

Риск и способы его минимизации являются ключевыми факторами влияющими на выбор модели поведения (в том числе закрепленной правом), направленной на удовлетворение имущественного интереса. Это положение, находившее в той или иной степени отражение в отечественной юридической литературе, получает дальнейшее развитие и проиллюстрировано здесь на примере гражданско-правового института ценных бумаг.

В процессе создании правовых конструкций, при выборе способов перераспределения рисков и формировании соответствующих им правил поведения государственным органам предлагается активнее использовать основные положения известной в бизнесе теории управления рисками. Применение данной теории позволит наиболее рационально

1 См.: Коммерческое право зарубежных стран. Учеб. пособие. Под ред. В.Ф. Попондопуло. Гл. 9. СПб., 2005 (автор — Бушев А.Ю.).

перераспределить риски (т.е. затраты и доходы) между заинтересованными лицами (в т.ч. государством) и наметить круг конкретных мер (моделей поведения), которые минимизируют угрозу охраняемым ценностям (интересам). Следствием повышения защищенности частных интересов должно стать приобретение большей устойчивости общественных отношений, регулируемых правом.

Модели поведения, направленные на снижение рисков, а в конечном итоге на более полное удовлетворение имущественного интереса, бывают как общие, рекомендуемые к применению для большинства ситуаций экономического взаимодействия между людьми (предоставление и сбор информации, контроль, удостоверение значимых фактов для их доказывания и др.), так и специальные модели (способы), обычно применяемые в тех или иных видах деятельности в силу специфики возникающих в ней рисков (например, минимизация рисков ошибки и злоупотребления в случае принятия решения, значимого для множества лиц с конфликтующими интересами, может быть достигнута через создание системы коллективного принятия решений, предварительной подготовки проекта решения в комиссии, исключения из голосования лиц, непосредственно заинтересованных в принятии решения - и т.д.). В тоже время соблюдение избранных способов снижения рисков (моделей, правил поведения) должно быть для участников взаимодействия экономически выгодным (доходным, эффективным).

Следующим шагом законодателя по созданию правовых институтов или их совокупности (конструкций) должно стать сравнение избранных им в соответствии с теорией управления рисками экономических и организационных мер (правил поведения, институтов) с правилами, уже содержащимися в действующем законодательстве: необходимо переложить новые правила (экономические и управленческие институты) на язык юридический, вписать в существующие нормативные абстрактные правила поведения («разложить по полочкам» пандектной системы), или адаптировать последние.

В противном случае применение избранных экономических и организационных мер, а, следовательно, и охрана соответствующей ценности (интереса) силой государства будут существенно затруднены, как с точки зрения права материального, устанавливающего условия притязаний на поведение иных лиц (правила могут быть непонятны), так и права процессуального, устанавливающего, при возникновении конфликта, условия проверки государством соблюдения правил поведения (выполнение правил должно быть доказуемым).

Наконец, конечный выбор и корректировка правил поведения, перераспределяющих риски между заинтересованными лицами, и обеспечиваемые силой государства, должны осуществляться с учетом тех ценностей, которые признаются основными для демократических обществ, пониманием таких ценностей для отдельных видов деятельности. На современном этапе развития общества в качестве всеобщей ценности, подлежащей защите, являются основные права и свободы человека и гражданина,2 которыми последние наделяются для удовлетворения их частного интереса.

Выбор индивидом модели поведения для реализация этих прав и свобод в предпринимательской деятельности обусловлен стремлением удовлетворить свой интерес по получению прибыли за счет наиболее рационального соотношения доходов и расходов. При этом предприниматель будет стремиться избирать ту модель поведения, которая

Так, в соответствии со ст. 2 Конституции РФ «Человек, его права и свободы, являются высшей ценностью. Признание соблюдение и защита прав и свобод человека и гражданина - обязанность государства». «Права и свободы человека и гражданина являются непосредственно действующими. Они определяют смысл, содержание и применение законов, деятельность законодательной и исполнительной власти, местного самоуправления и обеспечиваются правосудием» (ст. 18).

независимо от ее закрепления в праве, представляется для предпринимателя наиболее экономически оправданной (выгодной).

Между тем ограничение законодателем прав и свобод одних индивидов в пользу других в предпринимательской деятельности (закрепление государством модели поведения, перераспределяющей риски доходов и расходов) должно быть справедливым. Законодательные нормы должны справедливо учитывать интересы всех участников экономических отношений.

Указанный алгоритм поведения может применяться, не только правосозидателем, но и судом при толковании и применении им институтов предпринимательского права. При этом, для выбора и понимания абстрактной нормы позитивного права, подлежащей применению для конкретных отношений, суду, также как и законодателю, необходимо руководствоваться принципом экономической эффективности, т.е. исходить из наиболее рационального соотношения между расходами, связанными с использованием определенной модели поведения, и соответствующим ей экономическим результатом.

2. Право ценных бумаг рассматривается как признаваемая и поддерживаемая государством особая совокупность экономических, организационных, политических, юридических и иных способов распределения рисков (правил поведения) в отношениях, возникающих при экономическом обороте притязаний на имущественные ценности (имущественных прав требования). Можно сказать, что право ценных бумаг - это определенное отношение государства к перераспределению экономических затрат и доходов в условиях конфликта интересов, возникающего или могущего возникнуть при обороте имущественных прав требования.

Перераспределение законодателем рисков в отношениях по обороту прав, удостоверяемых ценными бумагами, будет справедливым только при учете экономических интересов каждого из участников соответствующих отношений (в том числе добросовестного приобретателя ценной бумаги).

3. Необходимо сохранить закрепленное в законодательстве определение родового понятия ценной бумаги, независимо от ее формы, через понятие документа (ст. 142 ГК).

Законодатель вполне может дать достойный ответ на нужды коммерческого оборота по оптимизации электронной торговли ценными бумагами, следуя традициям действующей в России пандектной системы и сохранив в целом традиционное понимание объединенных ею базовых институтов.

Основное значение ценной бумаги (как электронной, так и традиционной) в сравнении с другими аналогичными институтами (цессия, традиция и др.) для коммерческого оборота состоит в снижении юридических (прежде всего доказательственных) рисков и, как результат, экономических расходов, возникающих при перемещении соответствующих имущественных ценностей или прав на них.

4. В отношении и традиционных, и бумажных ценных бумаг законодатель должен устанавливать схожий (хоть и в разной форме) режим фиксации информации о праве. С точки зрения юридической, любая ценная бумага - это процессуальное доказательство (документ), обладающее особой степенью оспоримости и допустимости в сравнении с другими видами средств доказывания. Определение принадлежности этого доказательства и его передача в коммерческом обороте подчинены действию норм материального права. Наделение рассматриваемого документа специфическими признаками и свойствами придает ему повышенную доказательственную силу, иначе перераспределяет риски (издержки и доходы) между участниками соответствующих правоотношений, чем если бы право было удостоверено документом, к ценным бумагам не относимым (например, долговой распиской, письменным договором, актом и т.п.).

В частности доказательственная сила рассматриваемого документа устанавливается за счет того, что юридическое господство над правом, удостоверяемым документом, и поэтому возможность извлекать полезные свойства такого права принадлежат только определенному лицу или его представителю. По традиционным ценным бумагам таким лицом является держатель бланка документа, по бездокументарным - только лицо, указанное в соответствующем реестре владельцев (в том числе, в реестре, который ведется номинальным держателем).

Поэтому, в среднем права добросовестных участников правоотношений по ценной бумаге являются (при всех прочих равных условиях) относительно более защищенными. Это обстоятельство, конечно же, будет способствовать оптимизации оборота именно тех прав, которые удостоверяются (доказываются) документом особого рода.

5. Исследование зарубежного и международного опыта регулирования выпуска и обращения ценных бумаг позволило выявить некоторое своеобразие предложенного российским законодателем в ст. 142 ГК РФ родового определения ценной бумаги. В дефиниции ст. 142 ГК законодателем установлены родовые признаки тех документов, которые во многих экономически развитых государствах регламентируются в качестве самостоятельных институтов, и которые не объединены в одном правовом институте.

Изучение тенденций зарубежного и международного права, в частности, по уравниванию юридической силы бумажных и электронных документов (электронные векселя и чеки, электронные коносаменты, бездокументарные акции и др.) позволяют в целом поддержать позицию российского законодателя. Между тем для успешного применения действующего родового понятия в отношении электронных ценных бумаг некоторые сформулированные в нем родовые признаки нуждаются в уточнении.

В частности, понимание признака «презентационное™» ценной бумаги, выделяемого российской доктриной в качестве основного в отношении бумажных ценных бумаг, и нашедшего закрепление в ч. 1 и ч. 2 п. 1 ст. 142 ГК («предъявление», «передача») не следует ограничивать физическим перемещением в пространстве материального носителя информации об условиях имущественного обязательства (бланка ценной бумаги). Для электронных ценных бумаг нет необходимости говорить о «предъявлении» или тем более «передаче» диска компьютера, как вещи, от одного лица другому.

Под предъявлением документа необходимо понимать предоставление сторонам соответствующего обязательства возможности ознакомиться с содержанием «фиксированной» информации о праве. Предъявление документа может быть осуществлено как самим правообладателем, в случае держания документа, так и иным лицом «официально» (ст. 149 ГК), фиксирующим информацию о праве.3

Термин «передача» должен означать передачу владения от одного лица другому, т.е. возможности своей волей воздействовать на документ и, в результате, извлекать полезные свойства удостоверяемого им права требования либо решать его правовую судьбу. Передача владения (возможности воздействовать на документ своей волей) для электронных ценных бумаг осуществляется соответствующим исключением и зачислением фиксации (записи) о праве.

3 Фиксация сведений о праве — официально, т.е в порядке, установленном законодательством, придает соответствующей информации публичную достоверность. Таким свойством обладает, например, информация о содержании федерального закона, опубликованная в «Российской газете» и в «Собрании законодательства Российской Федерации». Между тем известны случаи, когда тексты одних и тех же нормативных актов, официально опубликованных в двух изданиях, содержали различия. Для правоотношения по ценной бумаге публично достоверной является только та информация, носитель которой находится во владении только определенного лица.

Для бумажных документов, передача указанной возможности (владения) осуществляется в виде «вручения» (т.е. физической презентации документа): - п. 1 ст. 146 ГК - для бумаг на предъявителя, ст. 224 ГК - для иных ценных бумаг, за исключением случаев, предусмотренных п. 2 ст. 142 ГК.

Так, при «предъявлении» выписки из реестра акционеров владелец акции может осуществить удостоверяемое акцией право, однако он, вручая выписку, не передает владения акцией. «Передача» владения (указанной возможности) осуществляется только путем изменения записи в самом реестре.

6. В то же время, недопустимо облекать в форму ценной бумаги любое оборотоспособное имущественное право. Законодатель должен быть ограничен в «привлекательном» перераспределении рисков по любым имущественным правоотношениям с оборотоспособными правами.

Перераспределение рисков должно быть осуществлено с учетом объективных особенностей оборота соответствующего права требования. Эти особенности объективно влияют на возможность учета критериев справедливости при перераспределении рисков между участниками оборота, в том числе при предоставлении экономических преимуществ, основанных на юридической природе ценной бумаги.

Кроме того, перераспределение рисков между участниками отношений по ценной бумаге будет, при всех прочих равных условиях, справедливым, если законодатель учтет особенности свойств объектов, в отношении которых удостоверяется право требования. Эти свойства во многом обусловлены объективно и зависят от того, направлено ли удостоверяемое ценной бумагой притязание на денежные средства, вещи, доход или иные ценности. Особенности объектов (ценностей) сказываются и на особенностях самого права требования. Поэтому, права требования, содержание и принадлежность которых в обороте допустимо доказывать посредством ценной бумаги, должны быть классифицированы в зависимости от вида соответствующей им ценности (вещь, деньги, инвестиционный доход). Сообразно этой классификации уточняются возражения, которые вправе заявить должник по соответствующим группам ценных бумаг (товарным, денежным, инвестиционным).

7. Учитывая доказательственную природу (и в этом смысле дополнительную стоимость) ценной бумаги, оборот удостоверяемых ею прав должен быть организован таким образом, чтобы сохранить возможность проявления всех доказательственных признаков и свойств ценной бумаги (как электронной, так и традиционной). Тем самым будет обеспечиваться возможность извлечения дополнительной стоимости (ценности) этого документа, а, следовательно, и доказываемого им права.

Поэтому, в форму ценной бумаги целесообразно облекать только те права требования (и тем самым защищать определенные экономические интересы), по которым соблюдение указанного условия обеспечивается организационно - действующей инфраструктурой рынка ценных бумаг (профессиональные участники, система раскрытия информации и т.д.).

8. Намечены некоторые признаки, позволяющие выявить справедливое распределение рисков в отношениях по ценной бумаге: (1) согласие на риск; (2) информированность о последствиях поведения и возможном проявлении риска; (3) организационное обеспечение и соразмерность компенсации, в случае отсутствия согласия; (4) соотношение объективного и субъективного риска; (5) степень востребованности у одного лица (его заинтересованности) поведения другого участника взаимодействия; (6) степень контроля над рисковыми обстоятельствами, иная возможность влиять на проявление риска, (7) положение сторон в переговорах, их зависимость друг от друга, (8) степень взаимного влияния на принятие решения и др.

Действие принципа справедливого перераспределения рисков (с учетом предлагаемых признаков) должно быть сохранено для всех случаев законодательного регулирования частных (предпринимательских) отношений, в том числе при реализации тех или иных положений правовой политики для отдельных видов (форм) предпринимательской деятельности, при определении государством приоритетности интересов одной из групп взаимодействующих между собой лиц. Например, при реализации политики государства по концентрации экономического потенциала и власти у большинства акционеров акционерного общества умаление прав и интересов меньшинства в пользу большинства допустимо только при условии законодательного и организационного (институционального) обеспечения исчисления и выплаты соразмерной (справедливой) имущественной компенсации в пользу меньшинства.

Справедливым должно быть перераспределение рисков между акционерами и иными лицами, обеспечивающими деятельность акционерного общества (кредиторами, трудовым коллективом, государством, общественностью, директорами компании), например, в случае банкротства компании.

9. Поддерживается и обосновывается практика судов по применению правил о виндикации в отношении бездокументарных (электронных) ценных бумаг.

Аргументируется целесообразность применения такого вещно-правового способа защиты права как виндикация не только в отношении вещей, но и, как это указано в ст. 302 ГК, иного имущества. При этом уточняется, что в состав виндицируемого имущества могут быть включены не всякие права требования («бестелесные вещи»), а только такие, извлечение полезных свойств по которым (заявление требования должнику и получение должного) возможно исключительно конкретным лицом (группой лиц), определенно легитимируемым в качестве управомоченного.

И по традиционным, и по электронным ценным бумагам право требования находится в сфере юридического господства только определенного лица. Никто другой при нормальном обороте не сможет извлечь полезные свойства права требования без воздействия на удостоверяемый его конкретный документ (бумажный или электронный). Такой документ - ценная бумага, индивидуализируется, и поэтому, в случае утраты возможности воздействовать на него, может быть возвращен в сферу господства управомоченного. В отличие от других, право требования, удостоверенное ценной бумагой, может быть осуществлено только при обращении к конкретному индивидуализируемому документу. Можно сказать, что право требования, удостоверенное электронной ценной бумагой, отличается от других прав требования для целей виндикации также как отличаются вещи, определенные родовыми признаками, но при этом индивидуализируемые, от таких же вещей, которые не индивидуализированы.

Индивидуализация объекта (ценности) имеет значение не только для физического обеспечения возврата его в сферу господства правообладателя (в том числе в виде возможности своей волей воздействовать непосредственно или через представителя на документ), но и доказательственное значение. Объективная возможность доказывания фактических обстоятельств, значимых для применения той или иной абстрактной нормы материального права, позволяет точнее использовать принципы справедливости при законодательном перераспределении рисков между участниками соответствующих отношений (первоначальным собственником и владельцем (обладателем) права).

Необходимость применения виндикации в отношении бездокументарных ценных бумаг обосновывается и ссылкой на конституционные положения о приоритетности интересов частных лиц, необходимости их обеспечения и защиты. В ситуации столкновения интересов необходимо учитывать законные интересы всех участников взаимодействия (как не владеющего собственника, так и добросовестного приобретателя).

Защита интереса управомоченного от несанкционированного вторжения иного лица в сферу его господства над правом требования может быть достигнута различными способами. Между тем в случае перехода указанного права требования к добросовестному приобретателю, необходимо одновременно защищать и интересы последнего. Разрешение конфликта интересов между первоначальным правообладателем и добросовестным приобретателем достигается через особое распределение рисков по доказыванию в одном судебном процессе известного набора юридических фактов, в том числе факта принадлежности права и его динамики.

10. Применение категории риска способствует обоснованию положения о том, что, помимо формирования самого института ценной бумаги через признаки особого документа (доказательства), эффективность правового регулирования рынка ценных бумаг (включая оборот отдельных видов ценных бумаг) зависит от направленности регулирования (т.е. от той или иной модели распределения рисков) отношений и соответствующих им правовых институтов двух групп.

Это, во-первых, институты, обеспечивающие динамику прав на ценную бумагу от одного лица к другому (инфраструктура рынка ценных бумаг).

И, во-вторых, институты, обеспечивающие фактическое исполнение самого требования должником по ценной бумаге (корпоративное управление, банкротство и др.).

Поэтому регулирование выпуска и обращения ценных бумаг с учетом возникающих при этом рисков всегда должно носить комплексный характер.

11. Исследование зарубежного и международного опыта позволило также выявить основные направления и подходы в использовании смежных правовых институтов для минимизации рисков, возникающих при обороте эмиссионных ценных бумаг. Находясь во взаимосвязи с институтом ценной бумаги, смежные правовые институты способствуют проявлению и выявлению его основных свойств.

Независимо от степени участия государства в регулировании (наряду с нормативными актами саморегулируемых организаций и частно-правовыми договорами) регулирование в основном направлено на минимизацию рисков, возникающих при (1) раскрытии информации о динамике обязательства из ценной бумаги, в том числе направлено на минимизацию рисков, возникающих при злоупотреблении информацией (манипуляция, инсайдерская деятельность и др.); при (2) приобретении пакетов акций; при (3) исполнении сделок по приобретению ценных бумаг; (4) в процессе деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг (посредников), в том числе при, так называемом, опосредованном владении (держании) ценных бумаг; (5) при управлении эмитентом ценных бумаг - корпоративное управление.

В каждом из обозначенных направлений регулирования выделяются отдельные группы вопросов. Например, при регулировании (перераспределении рисков) приобретения пакетов акций особое внимание уделяется условиям и порядку получения управленческого контроля над активами компании - эмитента ценных бумаг («слияния и поглощения»), приобретению ценных бумаг нерезидентами и др. Среди профессиональных участников рынка ценных бумаг особый интерес вызывает правовой статус и организация деятельности клиринговых организаций и депозитариев, и т.д.

12. Обосновывается положение о том, что корпоративное управление призвано минимизировать риск неисполнения должником обязательства, удостоверенного ценной бумагой, за счет рационализации процесса принятия организацией - должником (эмитентом), таких решений, которые могут повлиять на исполнение.

Корпоративное управление способствует снижению следующих основных рисков: (1) риска принятия неэффективного решения (ошибки), (2) риска злоупотребления при принятии решения об использовании имущества должника, (3) риска неисполнения принятого решения, (4) риска искажения значимой для владельца ценной бумаги информации о деятельности должника, а также (5) риска злоупотребления при использовании такой информации третьими лицами.

Для минимизации этих рисков законодательное регулирование корпоративного управления должно быть направлено на внедрение в деятельность организаций -должников по ценной бумаге, основных принципов принятия эффективного решения и контроля над его исполнением. Эти принципы широко применяются в различных организациях с множеством лиц (коммерческие организации, государственные и международные организации, политические партии и др.), имеющих различные интересы (или способы их удовлетворения) в отношении единой для всех ценности - ресурса (включая имущественный актив коммерческой организации).

К общим принципам принятия эффективного решения, в частности, относятся следующие. Это - (1) принцип коллективности выработки и принятия решения, (2) принцип надлежащего информационного обеспечения лиц, принимающих решение, (3) принцип беспристрастности (независимости) и отсутствия прямой личной заинтересованности (конфликта интересов) в принимаемом решении, (4) принцип профессионализма и специализации лиц, участвующих в подготовке решения, (5) принцип распределения между различными органами управления полномочий по принятию решений стратегического и оперативного характера («разделение властей»), (6) принцип распределения функции по принятию решений и контроля над их исполнением, (7) принцип критического (творческого, «креативного») мышления при выработке и принятии решения, (8) принцип индивидуальной (персональной) ответственности лиц, принимающих решение, которое является обязательным для других лиц - и др.

Чем выше вероятность возникновения конфликта в тех либо иных отношениях с множеством лиц, имеющих несовпадающие интересы, тем интенсивнее внедряются указанные принципы в деятельность органов управления, принимающих значимое для всех участников решение.

Действие принципов принятия эффективного решения, минимизирующих управленческие риски, обеспечивается введением конкретизирующих их правил и процедур (моделей поведения, институтов, специальных способов минимизации рисков), в том числе императивных - требования о сроках и содержании информации, предоставляемой заинтересованным лицам, порядок голосования, распределение полномочий между органами управления и др.

В системе кодификации правовых норм для коммерческих организаций такие правила и процедуры, и соответствующие им права и обязанности являются частноправовыми, неимущественными, они призваны организовывать имущественные отношения за счет справедливого перераспределения и минимизации рисков.

Разумеется, приведенные выше положения нуждаются в последующем развитии и уточнении.

**Список литературы**

Журнал «Предпринимательское право», 2005. № 4.