



---

ПРАВОВОЕ  
РЕГУЛИРОВАНИЕ  
РЫНКА  
ЦЕННЫХ БУМАГ

---

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

---

**А. Е. МОЛОТНИКОВ**



СТАРТАП

Александр Молотников

**Правовое регулирование рынка  
ценных бумаг. Учебное пособие**

«Автор»

2013

УДК 347.73  
ББК 67.402я43

**Молотников А. Е.**

Правовое регулирование рынка ценных бумаг. Учебное пособие /  
А. Е. Молотников — «Автор», 2013

ISBN 978-5-9904334-3-4

В книге в понятной и доступной форме описаны основные тенденции развития отечественного законодательства о рынке ценных бумаг, регулирующего правовой статус различных участников рынка, их права и обязанности, специфика государственного регулирования, исторические аспекты правового регулирования рынка и многие другие вопросы. Учебное пособие предназначено для практикующих юристов, преподавателей, студентов, магистрантов и аспирантов юридических факультетов высших учебных заведений и всех интересующихся проблематикой рынка ценных бумаг.

УДК 347.73  
ББК 67.402я43

ISBN 978-5-9904334-3-4

© Молотников А. Е., 2013  
© Автор, 2013

# Содержание

Вступительное слово	6
Список сокращений нормативных актов[1]	7
Список сокращений и аббревиатур	9
Предисловие	12
Глава 1	14
Глоссарий	15
1.1. Понятие рынка ценных бумаг	16
1.2. Функции и виды рынка ценных бумаг	22
1.3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг	29
Краткие выводы	35
Контрольные вопросы	37
Основная литература	38
Дополнительная литература	39
Глава 2	40
2.1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования	41
2.2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках	47
2.3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века	53
Конец ознакомительного фрагмента.	58

# **А.Е. Молотников**

## **Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебное пособие**

Кафедра предпринимательского права юридического факультета Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова

Рекомендовано Учебно-методическим объединением по юридическому образованию высших учебных заведений в качестве учебного пособия для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению «Юриспруденция» и специальности «Юриспруденция»

*Рецензенты:*

*Заведующий кафедрой гражданского права Российской академии правосудия, доктор юридических наук, профессор В. К. Андреев;*

*Первый заместитель директора Института государства и права РАН, доктор юридических наук, профессор Н. И. Михайлов.*

## Вступительное слово

Уважаемые коллеги, позвольте представить вашему вниманию очень интересную и нужную книгу: учебное пособие «Правовое регулирование рынка ценных бумаг». В этой работе обобщен более чем пятилетний опыт преподавания одноименного специального курса, который читается на кафедре предпринимательского права юридического факультета Московского университета. Очень важно осознавать заботу автора о тех, кому в первую очередь предназначена эта книга – о студентах и слушателях магистратуры, о всех тех, кто самостоятельно изучает специфику правового регулирования рынка ценных бумаг. С первых же страниц мы видим стремление автора писать просто о сложных явлениях, донести до читателей суть рассматриваемых правовых проблем. Разумеется, эта особенность поможет и преподавателям, которые будут использовать рецензируемую книгу в рамках учебного процесса.

Несомненным достоинством книги является также большое количество схем и таблиц, наглядно иллюстрирующих ее наиболее важные положения. Не останется без внимания и структура учебного пособия, позволяющая разобраться в различных хитросплетениях отечественного и зарубежного законодательства.

Пристальное внимание в работе уделяется истории возникновения и развития законодательства о рынке ценных бумаг. Анализируются особенности государственного регулирования рынка ценных бумаг в наиболее развитых странах в различные исторические отрезки времени, проводятся исторические аналогии с современными подходами к регулированию отдельных сфер финансового рынка.

Автор книги старается изложить основные положения современного законодательства о рынке ценных бумаг, обращает внимание на резкое увеличение числа нормативных актов, регламентирующих функционирование фондового рынка. Однако при этом он объясняет экономические причины, которые привели законодателя к мысли о необходимости разработки и принятия соответствующих нормативных актов. Демонстрируются их особенности и место в системе правового регулирования рынка ценных бумаг.

Учебное пособие А. Е. Молотникова «Правовое регулирование рынка ценных бумаг» является важным шагом в деле изучения, и преподавания этой непростой, но в то же время интересной и захватывающей дисциплины. Остается пожелать удачи и читателям книги, в успешном изучении ее содержания, а самому автору – продолжения правовых исследований как в отношении рынка ценных бумаг, так и иных сфер предпринимательской деятельности

*Заведующий кафедрой предпринимательского права МГУ имени М. В. Ломоносова,  
д.ю.н., профессор Е.П. Губин*

## Список сокращений нормативных актов<sup>1</sup>

Гражданский кодекс (ГК) – Гражданский кодекс Российской Федерации: часть первая от 30 ноября 1994 года № 51-ФЗ, часть вторая от 26 января 1996 года № 14-ФЗ, часть третья от 26 ноября 2001 года № 146-ФЗ.

Бюджетный кодекс – Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 года № 145-ФЗ.

Генеральные условия ОФЗ – Постановление Правительства РФ от 15 мая 1995 года № 458 «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов».

Закон о банках – Федеральный закон от 2 декабря 1990 года № 395-1 «О банках и банковской деятельности».

Закон о Банке России – Федеральный закон от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

Закон о государственной компании «Автодор» – Федеральный закон от 17 июля 2009 года № 145-ФЗ «О государственной компании „Российские автомобильные дороги“ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Закон о государственных ценных бумагах – Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».

Закон о защите прав инвесторов – Федеральный закон от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

Закон о защите прав потребителей – Закон РФ от 7 февраля 1992 года № 2300-1 «О защите прав потребителей».

Закон о клиринге – Федеральный закон от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности».

Закон о приватизации – Федеральный закон от 21 декабря 2001 года № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества».

Закон о рынке ценных бумаг (Закон РЦБ) – Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ.

Закон об акционерных обществах (Закон об АО) – Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

Закон об инвестиционной деятельности – Федеральный закон от 25 февраля 1999 года № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Закон об инвестиционных фондах (Закон об ИФ) – Федеральный закон от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Закон об иностранных инвестициях – Федеральный закон от 9 июля 1999 года № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».

Закон об инсайде – Федеральный закон от 27 июля 2010 года № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Закон об ипотечных ценных бумагах (Закон об ИЦБ) – Федеральный закон от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Закон об обществах с ограниченной ответственностью (Закон об ООО) – Федеральный закон от 8 февраля 1998 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

---

<sup>1</sup> Нормативные акты цитируются по СПС КонсультантПлюс. Все ссылки на нормативные акты даны по состоянию на февраль 2013 года.

Закон об организованных торгах – Федеральный закон от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

Закон об унитарных предприятиях, либо Закон о государственных предприятиях (Закон о ГУП) – Федеральный закон от 14 ноября 2002 года № 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях».

Кодекс об административных правонарушениях (КоАП) – Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 года № 195-ФЗ.

Концепция развития рынка ценных бумаг – Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденная Указом Президента РФ от 1 июля 1996 года № 1008.

Концепции создания МФЦ – Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации, одобренные на заседании Правительства Российской Федерации 5 февраля 2009 года.

Налоговый кодекс (НК) – Налоговый кодекс Российской Федерации: часть первая от 31 июля 1998 года № 146-ФЗ, часть вторая от 5 августа 2000 года № 117-ФЗ.

Положение о биржевых маклерах – Положение о биржевых маклерах, гоф-маклерах, аукционистах, нотариусах, корабельных маклерах, диспашерах и о Биржевом комитете для надзора за благочинием биржевых собраний при Санкт-Петербургском Порте от 12 января 1831 года.

Положение о депозитарной деятельности – Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации, установлении порядка введения его в действие и области применения, утвержденное Постановлением ФКЦВ РФ от 16 октября 1997 года № 36.

Положение о компаниях на акциях (Положение о компаниях) – Положение «О компаниях на акциях» от 6 декабря 1836 года.

Положение о раскрытии информации – Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 4 октября 2011 года № 11–46/пз-н.

Стандарты эмиссии – Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н.

Стратегия развития финансового рынка до 2020 года – Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 года № 2043-р.

Трудовой кодекс (ТК) – Трудовой кодекс Российской Федерации от 30 декабря 2001 года № 197-ФЗ

Уголовный кодекс (УК) – Уголовный кодекс Российской Федерации от 13 июня 1996 года № 63-ФЗ.

## Список сокращений и аббревиатур

- AMPs – Общепринятые обычаи рынка (Accepted Market Practices’).
- BRICS – Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка (Brazil, Russia, India, China, South Africa).
- CFPB – Бюро по защите потребителей на финансовых рынках (Consumer Financial Protection Bureau).
- DPO – прямые публичные размещения самостоятельно эмитентом напрямую первичным инвесторам, минуя организованный рынок (Direct Public Offering).
- DTC – Депозитарная трастовая компания (The Depository Trust Company).
- EBA – Европейский банковский регулятор (European Banking Authority).
- EIC – Английская Ост-Индская компания (East India Company).
- EIOPA – Европейская организация страхования и пенсионного обеспечения (European Insurance and Occupational Pensions Authority).
- ESMA – Европейская организация по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority).
- FSA – Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (The Financial Services Authority).
- FCA – Агентство по финансовой деятельности Великобритании (Financial Conduct Authority).
- FTCEI – Биржевой индекс Файненшл Таймс (Financial Times Stock Exchange Index)
- GFCI – Глобальный индекс финансовых центров (Global Financial Centre’s Index).
- GWC (GWIC) – Голландская Вест-Индская компания (Geotroyeerde Westindische Compagnie).
- IOSCO – Международная организация комиссий по ценным бумагам (The International Organization of Securities Commissions).
- IPO – первичное публичное предложение ценных бумаг (прежде всего акций) частной компании (Initial Public Offering).
- LSE – Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange).
- MAS – Денежно-кредитное управление Сингапура (The Monetary Authority of Singapore).
- NYSE – Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange).
- PPO – первичное публичное предложение акций (Primary Public Offering).
- PRA – Ведомство по пруденциальному регулированию (Prudential Regulation Authority).
- SEC – Комиссия по ценным бумагам и биржам США (U. S. Securities and Exchange Commission).
- SFC – Комиссия по ценным бумагам и деривативам Гонконга (Securities and Futures Commission of Hong Kong).
- SFO – Закон о ценных бумагах и фьючерсах (Securities and Futures Ordinance).
- SPO – вторичное публичное предложение акций (Secondary Public Offering).
- SPV – специально созданное юридическое лицо (Special Purpose Vehicle).
- S&P – Standard & Poor’s.
- VOC – Голландская Ост-Индская компания (Vereenigde Oost-Indische Compagnie).
- АИФ – акционерный инвестиционный фонд.
- Банк России – Центральный банк Российской Федерации.
- Внешэкономбанк – государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)».
- ГКО – Государственные краткосрочные бескупонные облигации.

ГСО-ППС – государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода.

ГСО-ФПС – государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода.

ГУП – государственное унитарное предприятие субъекта РФ.

ЕИО – единоличный исполнительный орган.

ИСУ – ипотечные сертификаты участия.

ИЦВ – Ипотечные ценные бумаги.

Минтруд – Министерство труда и социальной защиты Российской Федерации.

Минфин – Министерство финансов Российской Федерации.

Минэкономразвития – Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации.

ММВБ (ЗАО ММВБ) – ЗАО Московская межбанковская валютная биржа.

МФЦ – Международный финансовый центр.

НАУФОР – Национальная ассоциация участников фондового рынка.

НПФ – негосударственный пенсионный фонд.

ОГВЗ 1991 г. – облигации государственного валютного облигационного займа 1991 г.

ОВОЗ – облигации внутренних облигационных займов.

ОГНЗ – облигации государственных нерыночных займов.

ОФБУ – общие фонды банковского управления.

ОФЗ-ПД – облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом.

ОФЗ-ПК – облигации федеральных займов с переменным купонным доходом.

ОФЗ-ФК – облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом.

ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизацией долга.

ОАО Московская Биржа (Московская Биржа) – Открытое акционерное общество «Московская Биржа ММВБ-РТС».

ОЭСР (ОECD) – Организация экономического сотрудничества и развития (Organization for Economic Co-operation and Development).

ПАРТАД – Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев.

ПИФ – паевой инвестиционный фонд.

Профессиональный участник – профессиональный участник рынка ценных бумаг.

ПФИ – производные финансовые инструменты.

РДР – Российская депозитарная расписка.

РЦВ – Рынок ценных бумаг.

РТС (ОАО «РТС») – ОАО «Фондовая биржа РТС».

СОИ – социально ответственные инвестиции.

СРО – саморегулируемые организации.

ТИ – технический индекс.

Унитарные предприятия<sup>2</sup> – федеральное государственное предприятие и государственное предприятие субъекта РФ, а также федеральное казенное предприятие, казенное предприятие субъекта РФ.

ФАС – Федеральная антимонопольная служба РФ.

ФАТФ – Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (Financial Action Task Force (FATF)).

ФГУП – федеральное государственное унитарное предприятие.

ФКЦВ – Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг.

---

<sup>2</sup> Из числа созданных на базе государственного имущества.

ФНС – Федеральная налоговая служба.

ФСФР – Федеральная служба по финансовым рынкам.

Нормативные акты использованы в настоящей работе по состоянию на 01.02.2013 г. При этом учтены изменения, внесенные Федеральным законом от 29 декабря 2012 года № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации». В особо оговоренных случаях использованы положения нормативных актов пока еще не вступившие в силу.

## Предисловие

В последнее время мировая финансовая система переживает не самые лучшие времена. То, что казалось прочным и незыблемым, например, тот же рынок ипотечных ценных бумаг, на наших глазах превращается в бессмысленное нагромождение секьюритизированных активов, оставляющих своим владельцам лишь призрачные надежды на государственную поддержку.

Происходят серьезные изменения во всех сферах финансового рынка. Меняется поведение участников рынка, претерпевают трансформацию основные подходы к его государственному регулированию, принимаются все новые законы. Очевидно, что мы находимся на пороге появления новой модели мировой финансовой архитектуры, которая отразит в себе изменения последних десятилетий: и развитие компьютерных и коммуникационных технологий, и глобализацию, и кризис доверия. Остается лишь предполагать, какое воплощение примет новый финансовый порядок и какая роль будет отведена рынку ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

Однако что бы ни случилось, можно быть абсолютно уверенным в том, что в процессе происходящих изменений ключевая роль будет отводиться именно праву. Уже сейчас мы ощущаем необходимость глубокой ревизии основополагающих положений, регламентирующих поведение участников финансового рынка как в рамках отдельных юрисдикций, так и на региональном и глобальных уровнях. А как иначе, если отдельно взятая корпорация может быть зарегистрирована на острове Джерси, владеть основными активами в виде контрольных пакетов акций российских компаний, размещать свои ценные бумаги на бирже в Гонконге, а в составе правления иметь граждан Великобритании, США и еще нескольких европейских и азиатских государств!

Разумеется, для того, чтобы понять смысл происходящих процессов на мировых финансовых рынках, необходимо детально изучить особенности современного правового регулирования рынка ценных бумаг, проанализировать историю развития законодательства в этой сфере. Перечисленным вопросам и посвящена эта книга. Автор в понятной и доступной форме описывает основные тенденции развития отечественного законодательства о рынке ценных бумаг, статус различных участников рынка, их права и обязанности, специфику государственного регулирования. Для удобства читателей ключевые моменты представлены в виде схем и рисунков.

В рамках одной книги сложно рассмотреть все возможные аспекты, связанные с правовым регулированием рынка ценных бумаг. Очевидно, это лишь первый опыт автора и за ним последуют новые работы, посвященные данной теме. К тому же стоит учесть происходящие в этой сфере изменения. Когда учебное пособие уже было написано, появилась информация о серьезных изменениях, вносимых в Закон о рынке ценных бумаг, о планируемой передаче полномочий Федеральной службы по финансовым рынкам Центральному банку Российской Федерации, о многих других грядущих новеллах.

И еще один важный момент. Необходимо сказать несколько слов о тех людях, которые помогли в написании этой книги: советом, добрым словом, литературой, интересными кейсами, организационной поддержкой. Прежде всего, это члены кафедры предпринимательского права юридического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова и лично ее заведующий Евгений Парфирьевич Губин. Внимательные рецензенты: Владимир Константинович Андреев и Николай Иванович Михайлов. Известные эксперты и исследователи: Наталия Выговская, Андрей Габов, Артем Генкин, Леонид Гольдман, Евгений Зеленский, Алексей Коновалов, Владислав Лурье, Денис Морозов, Андрей Новаковский, Гоман Паршин, Брайан Чэффине. А также: Гоман Янковский, Дмитрий Текутьев, Александр Копылов, Евгений Чернопис, Кирилл

Николаев, Евгения Калинина, Андрей Черкашин, Анастасия Смирнова, Евгений Архипов, Алена Чудакова, Константин Гузанов.

И, конечно же, большое спасибо всем тем, кто просто был рядом и помогал воплотить в реальность планы по написанию и публикации этой книги.

*А. Е. Молотников*

# Глава 1

## Рынок ценных бумаг и его место в современной экономике

*Состояние, нажитое на бирже, подобно сокровищам гоблинов. Сначала мы видам рубины, затем они превращаются в угольки, после представляются алмазами, которые сменяет щебенка, переходящая в утреннюю росу, и, напоследок, нам достаются слезы.*

*Don Joseph de la Vega «Confusion de Confusiones» 1688*

- 1. Понятие рынка ценных бумаг.**
- 2. Функции и виды рынка ценных бумаг.**
- 3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг.**

## Глоссарий

*Рынок ценных бумаг* — это система взаимоотношений по поводу ценных бумаг и иных финансовых инструментов, возникающая между эмитентами, инвесторами, профессиональными участниками, а также иными лицами, функционирование которой обеспечивается регулирующим воздействием государства, а также основывается на принципах саморегулирования.

*Денежный рынок* — часть финансового рынка, на котором обращаются средства, обеспечивающие движение краткосрочных ссуд (до одного года).

*Рынок капиталов* — часть финансового рынка, на котором осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком более одного года.

*Самофинансирование* — развитие хозяйствующего субъекта за счет собственных финансовых ресурсов без привлечения средств сторонних лиц.

*Первичный рынок* — это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

*Вторичный рынок* — это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги.

## 1.1. Понятие рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является одним из величайших достижений человечества. Появившись сравнительно недавно, в Новое время, он за несколько столетий стал неотъемлемым элементом современной экономики, замыкая на себе интересы целых государств, крупнейших корпораций и частных инвесторов.

Еще в начале XX века Чарльзом Дагвидом (Charles Duguid) была высказана мысль, что рынок ценных бумаг «представляет собой нервный центр политической и финансовой жизни наций, где пристально следят за всеми сколько-нибудь важными фактами, чтобы мгновенно отреагировать на их появление. Именно этот рынок можно назвать барометром благосостояния и разорения»<sup>3</sup>.



Более того, по словам Ю. С. Сизова, рынок ценных бумаг фактически стал одним из *символов реализации экономических свобод человека*: свободы каждого предоставлять свои накопления для использования в производственных процессах, в которых сам он не принимает непосредственного участия<sup>4</sup>.

По своей сути рынок ценных бумаг является частью **финансового рынка**, на котором происходят процессы перераспределения свободных денежных средств. Как правило, в составе финансового рынка выделяют *денежный рынок* и *рынок капиталов* (такую классификацию, например, используют Мировой банк и Международный валютный фонд)<sup>5</sup>. Данный подход обусловлен особым характером финансовых ресурсов, обслуживающих оборотный и основной капитал. На *денежном рынке* обращаются средства, которые обеспечивают движение краткосрочных ссуд (до одного года). На *рынке капиталов* осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком более одного года<sup>6</sup>.

На финансовом рынке фактически происходит перераспределение свободных денежных средств от их владельцев к лицам, нуждающимся в финансировании. Это происходит либо посредством внесения денежных вкладов в банк и последующего их поступления субъектам предпринимательской деятельности в качестве кредитов, либо при помощи рынка ценных бумаг, на котором инвесторы выплачивают компаниям денежные средства за выпускаемые ими ценные бумаги.

<sup>3</sup> Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market // *Annals of the American Academy of Political and Social Science*. Vol. 35. No. 3. 1910. P. 483.

<sup>4</sup> Сизов Ю. С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт [Электронный ресурс]. М.: Планета, 1999. С. 9. Электрон, версия печат. публ. URL: [http://www.mirkin.ru/docs/book\\_035.pdf](http://www.mirkin.ru/docs/book_035.pdf)

<sup>5</sup> Мошенский С. 3. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. М., 2010. С. 34.

<sup>6</sup> Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. М., 2007. С. 16–17. Не следует думать, что денежный рынок представляет собой исключительно рынок банковских кредитов, а рынок капиталов – ценных бумаг. В частности, зарубежные исследователи свидетельствуют о неверности такого утверждения (см., напр., Burton M., Nesiba R., Brown B. An Introduction to Financial Markets and Institutions. N.Y., 2010. P.46). В США выпускаются такие правительственные ценные бумаги, как казначейские векселя (treasury bills), срок обращения которых не превышает года. Корпорации имеют возможность выпускать т. н. коммерческие бумаги (commercial papers) с коротким сроком обращения.

Наряду с рынком банковского кредитования рынок ценных бумаг обеспечивает эффективное перемещение в экономике финансовых ресурсов. На более ранних стадиях развития человеческого общества хозяйствующие субъекты имели ограниченный доступ к финансовым ресурсам. Рост осуществлялся, прежде всего, благодаря внутренним ресурсам. Данное явление получило название **самофинансирования**<sup>7</sup>.

В настоящее время развитие современных компаний невозможно представить без внешних источников финансирования. Правда, исследователи установили<sup>8</sup>, что соотношение между собственными и привлеченными средствами, как правило, изменяется циклично.

Например, в периоды экономического подъема дата самофинансирования снижается, а дата кредитных ресурсов и средств, привлеченных на рынке ценных бумаг, и эмиссия ценных бумаг возрастают. В условиях депрессии, спада, наоборот, доля кредита и ценных бумаг из-за высокого процента снижается, а дога самофинансирования возрастает.



Таким образом, прослеживается прямая связь между развитием субъектов предпринимательской деятельности (в первую очередь корпораций, которые основаны на началах членства) и рынком ценных бумаг. **Само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг.** Именно посредством его инфраструктуры корпорации получают необходимые для своего развития финансовые ресурсы (посредством продажи акций, облигаций и т. п.), а инвесторы (владельцы акций) становятся участниками корпоративных образований. Взаимосвязь между рассматриваемыми институтами наиболее четко прослеживается в историческом аспекте. Массовое возникновение акционерных обществ всегда сопровождалось ростом торгов на рынке, что провоцировало его бурное развитие<sup>9</sup>.

Наряду с понятием «рынок ценных бумаг» довольно часто употребляется и другая конструкция: «фондовый рынок». Последнее словосочетание в русском языке образовалось от термина «фонды», которым, наряду с понятием «эффекты», обозначались отдельные разновидности ценных бумаг. В свою очередь, слово «фонды» происходит от итальянского «fondo» – в средневековой Италии так обозначались ценные бумаги<sup>10</sup>. В экономической и юридической литературе упомянутые термины используются как равнозначные<sup>11</sup>. Нет никаких оснований отходить от сложившихся

<sup>7</sup> Под самофинансированием в современной науке понимается процесс использования хозяйствующим субъектом следующих внутренних источников финансирования: амортизационных отчислений и нераспределенной прибыли (Подробнее см.: Ковалев В. В. Финансовый менеджмент. М., 2011. С. 764–765).

<sup>8</sup> Рынок ценных бумаг: учебник/А. Б. Басс [и др.], под ред. Е. Ф. Жукова. М., 2010. С. 2.

<sup>9</sup> Подробнее см. во 2-й главе.

<sup>10</sup> Подробнее см.: Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России/сост. по лекциям проф. А. Г. Гусакова. СПб, 1905. С. 179. Стоит отметить также, что известный европейский экономист начала XX века Рудольф Гильфердинг под фондами понимал ценные бумаги в самом широком смысле (Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. М., 1912. С. 178).

<sup>11</sup> Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011. С. 15; Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебно-практическое пособие. М.: Юрист, 2008. С. 8.; Миркин Я. М. Ценные

традиций, и поэтому в настоящем учебнике *понятие «рынок ценных бумаг» будет использоваться наравне с термином «фондовый рынок».*

В последние годы в законодательстве России наметилась тенденция узкой трактовки словосочетания **«финансовый рынок»** при одновременном сокращении употребления понятия **«рынок ценных бумаг»**. Очевидно, это произошло в связи с образованием в 2004 году органа исполнительной власти – Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР)<sup>12</sup>. В нормативных актах понятие «финансовый рынок» стало использоваться с оговоркой об исключении из него целого ряда сегментов, таких как страховая, банковская и аудиторская деятельность<sup>13</sup>. Однако с добавлением ФСФР полномочий по надзору за страховой деятельностью соответственно расширилось понимание финансового рынка и в нормативных актах<sup>14</sup>. Скорее всего, учитывая возрастающую сложность процессов, происходящих на рынках капиталов, регулирующие органы и законодатели постепенно избегают употребления понятия «ценные бумаги», заменяя его более широким – «финансовые инструменты», включающим в себя и ценные бумаги, и производные финансовые инструменты<sup>15</sup>. Соответственно, все чаще используется термин «финансовый рынок» вместо «рынок ценных бумаг».

Пожалуй, наиболее важный **положительный эффект** рынка ценных бумаг состоит в том, что он позволяет в максимально короткие сроки обеспечить перелив капитала из отраслей, теряющих имеющийся потенциал развития, в новые более перспективные сферы экономической деятельности. Благодаря этому, повышается эффективность национальной экономики, происходит рациональное распределение ресурсов, при этом отсутствует необходимость воздействия на происходящие процессы третьими лицами, например, государством<sup>16</sup>. Очевидно, во многом в связи с отмеченной особенностью, законодательства развитых стран, с одной стороны, устанавливают жесткие требования в отношении эмитента ценных бумаг по раскрытию информации (обеспечивают получение инвестором объективной информации о компании), а с другой – создают режим максимального комфорта для отчуждения и приобретения ценных бумаг их владельцами (это приводит к увеличению оборота ценных бумаг и более интенсивному перераспределению финансовых ресурсов).

---

бумаги и фондовый рынок. М., 1995. С. 100.

<sup>12</sup> Указ Президента РФ от 9 марта 2004 года № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти».

<sup>13</sup> См., например, п. 1 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утв. Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 317.

<sup>14</sup> Пункт 1 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утв. Постановлением Правительства РФ от 29 августа 2011 года № 717.

<sup>15</sup> См. ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг, 2 абз. 1-го раздела: Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утв. Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 года № 2043-р.

<sup>16</sup> Что интересно, данное обстоятельство отмечалось и учеными, исследовавшими рынок ценных бумаг в начале XX века (см. Huebner S. S. *Scope and Functions of the Stock Market*. P. 493.), и нашими современниками (см. Лялин В. А. *Рынок ценных бумаг: учебник*. М., 2011. С. 12).



В то же время нельзя не отметить и наиболее известную **негативную особенность** рынка ценных бумаг. Как отмечают многие исследователи<sup>17</sup>, ему свойственна высокая чувствительность к политическим, экономическим, правовым изменениям в стране и за рубежом. *По своей сути фондовый рынок – это «рынок ожиданий», его участники строят свое поведение, во многом опираясь на свои субъективные представления о будущем.*

Следовательно, на фондовом рынке в той или иной форме присутствует спекуляция, то есть перепродажа одного и того же товара по разным ценам, и получение прибыли на разнице цен покупки и продажи. Именно поэтому во многих странах мира приняты нормативные акты, противодействующие распространению как инсайдерской информации (противодействие спекулянтам, обладающим определенными сведениями), так и манипулированию рынком (снижает вероятность резких перепадов курсовой стоимости ценных бумаг)<sup>18</sup>.

Сущность рынка ценных бумаг традиционно привлекала к себе исследователей. Например, в начале XX века были популярны труды Рудольфа Гильфердинга, в частности, «Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма»<sup>19</sup>. Австрийским исследователем были обозначены три базовых основания фондового рынка<sup>20</sup>. Во-первых, это наличие фондовых ценностей как основы фиктивного капитала. Интересно, что ученый не приравнивал цену акции к доле капитала предприятия. Он утверждал, что цена – это капитализированная доля дохода. Именно данное обстоятельство приводит к колебанию стоимости акций, ведь стоимость активов предприятия более устойчивая величина, чем его доход. По своей сути цена акции и составляет так называемый фиктивный капитал, возникающий вне производственного процесса.

Во-вторых, Гильфердинг выделял необходимость фондовой биржи как рынка обращения фондовых ценностей. Экономическое значение фондовой биржи, по мнению исследователя, состоит в постоянно действующем механизме монетизации фиктивного капитала, то есть его трансформации в денежный капитал и наоборот. Акционер в любое время может продать принадлежащие ему ценные бумаги, извлечь вложенный капитал и перенести его в иные сферы.

В-третьих, отмечались растущие притязания потенциальных и реальных инвесторов на доход. Исследователь считая акционерный капитал инвестиционно привлекательным и подчеркивая среди преимуществ акционерного общества по сравнению с индивидуальными предприятиями легкость привлечения капитала и большую способность накопления.

В специальной литературе довольно распространен такой подход, при котором фондовый рынок фактически **сводится к обращению ценных бумаг**. Например, Е. А. Суханов

<sup>17</sup> Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. С. 10.

<sup>18</sup> Например, Директива Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2003/6/ЕС от 28 января 2003 года «Об инсайдерской торговле и манипулировании рынком (рыночных махинациях)» (DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003) on insider dealing and market manipulation (market abuse).

<sup>19</sup> Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. 7-е изд. 2011. С. 480.

<sup>20</sup> Цит. по: Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг. М.: ИНФРА-М, 2011. С. 20–29.

под *рынком ценных бумаг* понимает «...совокупность сделок, совершаемых участниками имущественного оборота по поводу ценных бумаг»<sup>21</sup>. В то же время, Е. Г. Хоменко полагает, что рынок ценных бумаг – это сфера обращения товара особого рода по установленным правилам на соответствующей территории между заинтересованными субъектами (участниками)<sup>22</sup>. Другой автор, М. И. Петров, в общем виде определяет рынок ценных бумаг как совокупность, систему экономических отношений, возникающих между лицами, которые в установленном законодательством порядке наделены правом на осуществление финансовых операций в отношении оборачиваемых на рынке объектов (ценных бумаг)<sup>23</sup>.

Однако указанные выше авторы не учитывают, что на фондовом рынке между его участниками возникают разноплановые отношения, не только напрямую связанные с оборотом ценных бумаг. Вряд ли следует воспринимать рынок ценных бумаг всего лишь как совокупность сделок. Это далеко не так. Для того чтобы инвестор приобрел акции, принадлежащие эмитенту, необходимо последовательно совершить целый ряд действий, направленных на выпуск ценных бумаг, их регистрацию и т. д. То есть, чтобы осуществить успешную эмиссию, одних намерений эмитента и потенциального покупателя ценных бумаг будет недостаточно. Равно как и при отчуждении, например, облигаций от одного инвестора другому. Это было бы невозможно без наличия системы, учитывающей права на ценные бумаги.

Итак, эффективная работа фондового рынка обеспечивается наличием соответствующей инфраструктуры, в которую входят фондовая биржа, организаторы торговли на рынке, брокеры, дилеры, клиринговые организации, регистраторы, депозитарии, рейтинговые агентства и т. д. Функционирование столь сложной структуры требует регулирующего воздействия со стороны государственных органов, а в ряде случаев и саморегулируемых организаций. Следовательно, рынок ценных бумаг характеризуется наличием сложной системы взаимоотношений между различными субъектами, что, в свою очередь, влияет и на особенности правового регулирования данной сферы.

Представляется возможным вслед за А. В. Габовым выделить следующие *блоки общественных отношений*, возникающих на рынке ценных бумаг:

- 1) в связи с созданием ценной бумаги как объекта гражданских прав (эмиссия ценных бумаг и иные формы возникновения ценных бумаг) и с их присвоением эмитентом;
- 2) в связи с обращением ценных бумаг;
- 3) в процессе осуществления субъектами учетной системы своих функций по учету прав владельцев ценных бумаг (требующих такого учета<sup>24</sup>);
- 4) в процессе осуществления инвестиционной деятельности;
- 5) вследствие осуществления субъективных гражданских прав, закрепленных ценной бумагой;
- 6) в процессе осуществления профессиональных и иных тесно с ними связанных видов деятельности на рынке ценных бумаг;
- 7) в процессе государственного регулирования рынка ценных бумаг<sup>25</sup>.

На рынке ценных бумаг существует несколько **групп участников**: эмитенты (прежде всего корпорации), инвесторы, посредники и иные организации, обеспечивающие функционирование инфраструктуры рынка, саморегулируемые организации, органы государства. Каждый из участников выполняет определенную функцию на рынке и имеет соответствующие осо-

<sup>21</sup> Суханов Е. А. Вступительная статья // к книге Белова В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве/Под ред. проф. Е. А. Суханова. М., 1996. С. 3.

<sup>22</sup> Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. С. 11.

<sup>23</sup> Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. СПб., 2005. С. 72.

<sup>24</sup> Не все ценные бумаги подлежат специальному учету.

<sup>25</sup> Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. С. 16–19.

бенности. Право регулирует возникающие на рынке отношения, деятельность по достижению целей, стоящих перед участниками, определяет правовой статус каждого из них.

Между всеми участниками рынка ценных бумаг существует тесная взаимосвязь, каждый из них занимает свое место в общей системе отношений. Так, эмитент и инвестор формируют спрос и предложение на рынке, деятельность посредников – профессиональных участников рынка – направлена на повышение эффективности рыночных отношений, достижение целей, а государственные органы призваны контролировать и обеспечивать интересы всех участников рынка.

Исходя из вышеизложенного, можно сформулировать следующее **определение рынка ценных бумаг**:

***Рынок ценных бумаг** – это система взаимоотношений по поводу ценных бумаг и иных финансовых инструментов, возникающая между эмитентами, инвесторами, профессиональными участниками и иными лицами, функционирование которой обеспечивается регулирующим воздействием государства, а также основывается на принципах саморегулирования.*

Необходимо особо подчеркнуть, что в рамках курса правового регулирования рынка ценных бумаг основное внимание должно быть уделено предпринимательской деятельности субъектов рынка ценных бумаг. Исследование же предметов (объектов) рынка ценных бумаг, бесспорно, является важной задачей, в том числе и права, однако необходимо учитывать, что ценные бумаги являются объектами гражданского права, и их изучение – предмет курса гражданского права.

## 1.2. Функции и виды рынка ценных бумаг

*Фондовый рынок – это всего лишь зеркало, которое <...> с некоторой задержкой отображает лежащую в основе экономическую ситуацию. Причины и следствия, которыми связана экономика и фондовый рынок, никогда не меняются.*

*John Kenneth Galbraith «The Great Crash 1929» 1954*

Для того чтобы изучить различные особенности рынка ценных бумаг целесообразно рассмотреть его отдельные функции и виды. Сам по себе рынок ценных бумаг обладает **функциями**, свойственными в целом рыночной экономике.

### 1. Общие функции:

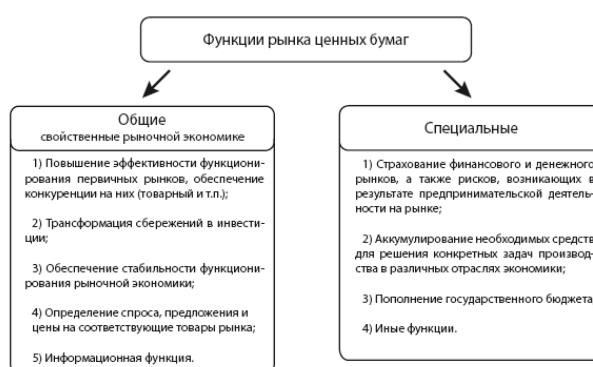
- повышение эффективности функционирования первичных рынков, обеспечение конкуренции на них (товарный и т. п.)<sup>26</sup>;
- трансформация сбережений в инвестиции;
- обеспечение стабильности функционирования рыночной экономики;
- определение спроса, предложения и цены на соответствующие товары рынка;
- информационная функция<sup>27</sup>.

### 2. Специальные функции:

- страхование финансового и денежного рынков, а также рисков, возникающих в результате предпринимательской деятельности на рынке;
- аккумулярование необходимых средств для решения конкретных задач производства в различных отраслях экономики;
- пополнение государственного бюджета и др.<sup>28</sup>

Таким образом, рынок ценных бумаг, выполняя вышеназванные функции, оказывает воздействие как на сферы экономической деятельности, так и на ее участников.

Далее подробнее стоит рассмотреть **виды рынка ценных бумаг**. Рынок ценных бумаг состоит из отдельных, хотя и взаимосвязанных элементов – видов, которые, в свою очередь, выделяются на основе тех или иных классификационных признаков:



<sup>26</sup> Здесь имеется в виду повышение возможности у различных участников рынка привлечь дополнительные средства для развития предприятия на фондовом рынке.

<sup>27</sup> На основании данных фондового рынка можно сделать вывод об общем состоянии национальной и мировой экономики. В качестве таких показателей (индикаторов) выступают различные фондовые индексы (например, в России индексы ММВБ, в США – Dow Jones и т. д.).

<sup>28</sup> К сожалению, зачастую правительства разных стран злоупотребляют своим правом на выпуск долговых ценных бумаг, пытаясь заменить средствами, вырученными от эмиссии ценных бумаг, иные бюджетные поступления. Обычно это заканчивается весьма плачевно, вспомним, хотя бы объявление в России дефолта (отказ исполнения обязательств) по государственным краткосрочным бескупонным облигациям и облигациям федеральных займов (ГКО/ОФЗ).

**1. В зависимости от финансовых инструментов, являющихся предметом отношений между участниками рынка ценных бумаг, выделяют:**

- рынок акций;
- рынок облигаций, в том числе государственных;
- рынок производных финансовых инструментов.

Каждый из указанных выше рынков имеет свои особенности, связанные с сущностью объектов, обращающихся на них. Например, рынок акций более подвержен колебаниям в сравнении с рынком облигаций. Помимо прочего, это связано с большим количеством факторов, влияющих на стоимость акций, а также невозможностью вернуть денежные средства, вложенные в ценные бумаги, другими способами, кроме их продажи другому инвестору<sup>29</sup>. Вместе с акциями инвесторы приобретают и право на управление обществом, что не может не сказаться на их поведении на рынке. Более того, рынок акций, характеризующийся активным участием, как рынок капитала достаточно тесно связан с особенностями управления акционерными обществами.

На курсовую стоимость акций оказывают влияние проходящие корпоративные мероприятия. В преддверии общих собраний акционеров в организациях, акции которых обращаются на фондовой бирже, могут наблюдаться плановые скупки ценных бумаг в целях временного увеличения пакетов акций, принадлежащих действующим акционерам, и, следовательно, оказания влияния на принимаемые решения. После проведения собраний приобретенные акции, как правило, продаются. Например, в преддверии переизбрания совета директоров ОАО ГМК «Норильский никель» активизировалась скупка депозитарных расписок компании (ADR). За неделю неизвестный инвестор приобрел расписки в объеме 2 % от уставного капитала ГМК почти на \$1 млрд<sup>30</sup>! Рынок облигаций менее подвержен резким колебаниям курсовой стоимости, что, конечно же, определяется долговой природой обращающихся на нем ценных бумаг.

Производные финансовые инструменты, несмотря на их востребованность рынком, вплоть до конца 2009 года имели слабое нормативное основание. Ситуация изменилась лишь с внесением изменений в целый ряд правовых актов: от Налогового кодекса до Закона «О рынке ценных бумаг»<sup>31</sup>.

**2. По связи объектов рынка ценных бумаг с их выпуском и обращением выделяют:**

- *первичный рынок* – это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов;
- *вторичный рынок* – это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги.

Казалось бы, эмитент должен быть заинтересован судьбой выпускаемых им ценных бумаг лишь на первичном рынке. Ведь только здесь он привлекает средства для своего развития. Однако на практике игнорирование вторичного рынка может негативно отразиться на стоимо-

---

<sup>29</sup> Хотя из указанного правила бывают и исключения, в частности, когда по требованию акционеров само акционерное общество обязано осуществлять выкуп у них акций (ст. 75 ФЗ «Об акционерных обществах»)

<sup>30</sup> Аскер-заде Н. Игра на поражение/Н. Аскер-заде, М. Черкасова, А. Шарипова//Коммерсантъ. № 173/11 (3749). М., 2007. Электрон, вере, печат. публ. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/807684>.

<sup>31</sup> Федеральный закон от 25 ноября 2009 года № 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». В частности, в ст. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» появилось определение производных финансовых инструментов.

сти ценных бумаг эмитента. В специальной литературе отмечается, что роль и значение вторичного рынка для эмитента вызвано двумя основными факторами<sup>32</sup>:

1) здесь устанавливаются стоимостные параметры ценных бумаг эмитентов: при росте цен последующие выпуски ценных бумаг эмитент будет размещать по более высоким ценам;

2) инвесторы будут приобретать ценные бумаги у эмитента в процессе размещения, если у них есть уверенность в том, что впоследствии они смогут продать эти ценные бумаги на вторичном рынке.

Как правило, ни стоимость ценных бумаг, ни условия совершаемых с ними сделок не отличаются в зависимости от рынка. Однако из этого правила также есть исключения. Например, в конце 1992 – начале 1993 года сформировался обширный вторичный рынок государственных приватизационных чеков. Ваучеры, покупаемые за наличные, перепродавались партиями за безналичный расчет по более высокой цене оптовым покупателям с рентабельностью до 50 % на каждом чеке<sup>33</sup>.

### **3. По степени урегулированности отношений можно выделить:**

– **организованный рынок** ценных бумаг, в рамках которого существуют биржевой рынок и рынок, функционирующий на площадках организаторов торговли – профессиональных участников;

– **неорганизованный рынок** ценных бумаг, участниками которого могут быть даже физические лица.

Первоначально **организованный рынок** ценных бумаг располагался в пределах биржи. У нее могло быть специальное назначение – осуществлять торговлю исключительно ценными бумагами, например, Фондовая биржа в Лондоне<sup>34</sup>. В ряде случаев торговля ценными бумагами осуществлялась в рамках обычной товарной биржи, например, в 1900 году на Санкт-петербургской бирже был создан фондовый отдел<sup>35</sup>. Как отмечает Б. Т. Кузнецов, возникновению внебиржевого рынка способствовали высокие комиссионные платежи, жесткие ограничения допуска на биржи ценных бумаг, монопольное положение членов биржи и т. д.<sup>36</sup> Кроме того, с развитием технологий стало значительно проще формировать организованные площадки, на которых проводится торговля ценными бумагами. Наиболее интенсивно это стало осуществляться в связи с появлением компьютерной техники и сети Интернет.

В США наряду с Нью-Йоркской фондовой биржей (NYSE) с февраля 1971 года существовал организатор торговли, получивший название «Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг» (NASDAQ). До падения фондового рынка в октябре 1987 года торги осуществлялись на этой площадке исключительно по телефону. Но после этих событий, произошедших из-за того, что сложно было дозвониться до участников торгов, постепенно получает распространение метод электронной торговли<sup>37</sup>. Кстати, в 2006 году NASDAQ Stock Market был зарегистрирован в качестве Национальной фондовой биржи США<sup>38</sup>. Это обстоятельство еще раз подтвердило появившуюся тенденцию сближения бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

<sup>32</sup> Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. С. 21.

<sup>33</sup> Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002. С. 113.

<sup>34</sup> См. например: Michie R. C. The London Stock Exchange. A History. Oxford, 2001.

<sup>35</sup> Высочайше утвержденное положение Комитета Министров от 27 июня 1900 года «Об образовании на Санкт-Петербургской бирже фондового отдела» (ПСЗ-З. Т. 20. Ч. 1. № 18946. С. 860).

<sup>36</sup> Кузнецов Б. Т. Рынок ценных бумаг. М., 2011. С. 12.

<sup>37</sup> Burton M., Nesiba R. F., Brown B. An Introduction to Financial Markets and Institutions. P. 308.

<sup>38</sup> Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments/ed. by Frank J. Fabozzi. New Jersey, 2008. P. 130.

Подобные тенденции присутствуют и в России. В частности, в конце 2010 года руководство ОАО «Московская фондовая биржа» приняло решение обратиться в Федеральную службу по финансовым рынкам с заявлением о прекращении действия лицензии фондовой биржи. Вместо прежней была получена лицензия на осуществление деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Это снизило в два раза требования законодательства по размеру уставного капитала организации<sup>39</sup>.

Следует отметить, что круг ценных бумаг, не торгуемых на бирже, довольно широк: например, рынок государственных облигаций в США и международный рынок еврооблигаций являются внебиржевыми<sup>40</sup>.

Отечественное законодательство долгое время лишь косвенно определяло понятие организованного рынка. Этот термин в фискальных целях раскрывался в налоговом законодательстве (п. 3 ст. 214.1 и п. 2 ст. 280 Налогового кодекса). При этом оба определения противоречили друг другу. Ситуация изменилась после принятия Федерального закона от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах». Согласно подп. 7 п. 1 ст. 2, **организованные торги** – торги, проводимые на регулярной основе по установленным правилам, предусматривающим порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи товаров, ценных бумаг, иностранной валюты, договоров репо и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами. Таким образом, в качестве основных признаков организованного рынка в законодательстве особо выделяется:

1) регулярный характер торгов;

2) наличие особого порядка допуска к торгам. **Неорганизованный (или уличный) рынок.** В западной практике именно здесь проходит основная масса всех первичных размещений, атаки «осуществляется торговля ценными бумагами худшего качества по сравнению с обращающимися на бирже»<sup>41</sup>. В российской практике справедливо первое утверждение, однако говорить о том, что ценные бумаги на неорганизованном рынке хуже тех, что торгуются на бирже, нельзя. В связи с недостаточной развитостью фондового рынка многие крупные отечественные компании не проходили процедуру листинга своих акций на бирже. Однако это обстоятельство не сказывается на их благосостоянии.

В последнее время благодаря распространению web-технологий, бурному росту интернет-компаний, развитию сферы венчурного инвестирования, на рынке все большую популярность приобретают новые способы взаимодействия между инвесторами.

Акции многих высокотехнологичных компаний не обращаются на фондовых биржах, их публичное размещение среди инвесторов еще только готовится. Однако многие сотрудники подобных компаний владеют их акциями и готовы продать их заинтересованным лицам. В настоящее время подобные сделки осуществляются на следующих площадках в сети Интернет: **SecondMarket** (<https://www.secondmarket.com>) и **SharesPost** (<http://www.sharespost.com>). Первая зарегистрирована в качестве брокера-дилера и альтернативной торговой системы (alternative trading system) Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), вторая первоначально имела статус т. н. **пассивной доски объявлений** (passive bulletin board). Хотя на указанных интернет-площадках совершаются сделки с различными ценными бумагами, все же основой их деятельности являются акции таких компаний,

---

<sup>39</sup> Аскер-заде Н. Нефондовая биржа//Ведомости. № 245 (2763). 2010.

<sup>40</sup> Ремнев А. Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг//Рынок ценных бумаг. № 5. 2001. С. 21.

<sup>41</sup> Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 119.

как Facebook (до своего публичного размещения), Twitter, Foursquare, Dropbox, Groupon, LinkedIn и т. п.

Деятельность указанных компаний привлекла внимание государственного регулятора. Дело в том, что SEC была обеспокоена тем, что на фоне очередного интереса к венчурным проектам на подобных интернет-площадках с учетом отсутствия должного государственного контроля повысится риск манипуляций и необоснованного завышения цены на акции частных компаний, предлагаемых к продаже. Имелся риск и иных нарушений: многие инвесторы не учитывают то обстоятельство, что право преимущественной покупки продаваемых акций принадлежит иным акционерам частной компании<sup>42</sup>. Все это привело к изменению правового статуса операторов указанных сайтов. В частности, **SharesPost** была вынуждена подать заявку на регистрацию в качестве брокера-дилера и альтернативной торговой системы<sup>43</sup>.

#### 4. По территориальному признаку выделяют следующие рынки ценных бумаг:

- национальные рынки;
- международные рынки.

#### 5. В зависимости от того, кто является эмитентом, выделяют:

- рынок корпоративных ценных бумаг;
- рынок государственных ценных бумаг.



Существуют и иные основания классификации фондовых рынков<sup>44</sup>.

Традиционно считается, что в каждом государстве существуют различные системы организации рынка ценных бумаг. В этой связи говорят о наличии различных **моделей фондового рынка**. Базовыми моделями считаются *американская модель (США)* и *немецкая модель (ФРГ)*<sup>45</sup>. В остальных государствах в той или иной степени сочетаются различные черты,

<sup>42</sup> Подробнее см.: Mendelson Feld B. *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. New Jersey, 2011; Pepitone J. *SecondMarket trading doubles in private company stock*. URL: <http://money.cnn.com>; Lattman P. *Stock Trading in Private Companies Draws S. E.C. Scrutiny*. URL: <http://dealhook.nytimes.com>.

<sup>43</sup> Подробнее о SecondMarket и SharesPost см.: Pollman E. *Information issues on Wall Street2.0* University of Pennsylvania Law Review. Vol. 161.No. 179.2012.P. 195–196.

<sup>44</sup> По видам сделок, по инвесторам, по срокам, по отраслевому признаку, по видам применяемых технологий, в зависимости от размера и известности компании, по принципу возвратности денежных средств инвестору и т. д. (Подробнее см.: Миркин Я. М. *Ценные бумаги и фондовый рынок*. С. 108–135; Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. С. 22–25).

<sup>45</sup> Некоторые авторы еще выделяют т. н. «китайскую модель». Например, С. С. Семенов в качестве особенности этой модели выделяет сочетание национальной биржи – Шанхайской и международной Гонконгской (Семенов С. С. *Перспективы*

присущие указанным выше моделям, что позволяет говорить об их смешанном характере (и Россия не является исключением).

Существуют и иные подходы к изучению моделей фондового рынка. Например, Б. М. Ческидов<sup>46</sup> на основании такой экономической категории как достаточность капитала выделяет пять основных моделей рынков ценных бумаг развитых стран мира:

- 1) модель абсолютно недостаточного капитала (Италия и др.);
- 2) модель относительно недостаточного капитала или форсированная (Германия и др);
- 3) модель избыточного капитала или лидирующая (Англия, США);
- 4) модель достаточного капитала (Скандинавия, Австралия);
- 5) переходные модели (Голландия, Франция).

Модель рынка ценных бумаг в России (равно как и в Российской империи, а также в странах СНГ), по мнению исследователя, относится к модели абсолютно недостаточного капитала.

**Таблица основных показателей моделей фондового рынка** <sup>47</sup>

Показатель модели фондового рынка	Страны		
	Германия	США	Россия
Принадлежность фондовых бирж	полностью или частично находятся под контролем государства	принадлежат негосударственным организациям	находятся под косвенным контролем государства <sup>48</sup> , а также принадлежат негосударственным организациям
Развитость внебиржевого рынка ценных бумаг	низкая	высокая	высокая

контролем государства<sup>48</sup>

развития российского фондового рынка. М., 2005. С. 28–29).

<sup>46</sup> Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг. СПб, 2006. С. 11.

<sup>47</sup> Таблица составлена на основе следующих источников: Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. С. 13–15; Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. 2009. P. 7; Молотников А.Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролирующих, крупных и миноритарных акционеров в России//Предпринимательское право, 2009. № 1. СПС «Консультант-Плюс». URL: <http://www.consultant.ru/law/review/other/xm2009-04-15.html>.

<sup>48</sup> Например, корпоративный контроль над крупнейшей биржей в России ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» принадлежит Банку России совместно с компаниями, акции которых принадлежат Российской Федерации (например, ОАО «Сбербанк России», Госкорпорация Внешэкономбанк, Банк ВТБ (ОАО) и т. д). Подробнее см.: Состав акционеров ОАО Московская Биржа, которые имеют 5 и более процентов голосов в высшем органе управления ОАО Московская Биржа по состоянию на 27 февраля 2013 года (<http://fs.rts.micex.ru/files/299>).

Показатель модели фондового рынка	Страны		
	Германия	США	Россия
Концентрированность акционерных капиталов (количество акций, находящихся в свободном обращении)	средняя	низкая	высокая
Ограничения на деятельность банков на рынке ценных бумаг	отсутствуют	долгое время существовали в соответствии с Законом 1933 года Гласса-Стигола (Glass-Steagall Act), в 1999 году основные ограничения были отменены (Закон Грэмма-Лича-Блайли – Gramm-Leach-Bliley Act) <sup>2</sup>	отсутствуют

(Закон Грэмма-Лича-Блайли – Gramm-Leach-Bliley Act)<sup>49</sup>

<sup>49</sup> В связи с произошедшим в 2007–2008 годах финансовым кризисом стала широко обсуждаться мысль о необходимости вернуться к закону Гласса-Стигола, т. к. многократно увеличившиеся активы банков представляют угрозу национальной экономике в случае возникновения у банков финансовых затруднений (см. например, статью руководителя Федерального Резервного Банка Канзас-Сити Томаса Хонига: Hoenig T. Too Big to Succeed [Electronic resource] //The New York Times. 2010. URL: <http://www.nytimes.com/2010/12/02/opinion/02hoenig.html>.

### 1.3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг

*...Американская экономика не стоит на месте, значит, не могут застыть и нормы, которые ее регулируют <...> Старые институты не в состоянии надлежащим образом контролировать изменившиеся общественные отношения. Однако, вместо осмысленной реформы, <...> мы слишком часто оправдываем этику жадности, обхода закона, инсайдерской торговли. А ведь все эти факторы в долгосрочной перспективе таят в себе угрозу стабильности нашей экономической системы.*

*Это случилось в 1980-е годы <...> и это произошло снова уже в этом десятилетии, отчасти в связи с тем как мы дерегулировали рынок финансовых услуг. После того как мы отменили устаревшие правила, вместо того, чтобы их обновить, мы были вынуждены осуществлять контроль за новыми практиками XXI века при помощи подходов века XX. Речь кандидата в президенты США Барака Обамы 16 сентября 2008 года в Колорадо<sup>50</sup>*

По мере развития фондового рынка усложняются и отношения между его участниками. Игнорирование новых явлений, возникающих на рынке, может привести к весьма плачевным результатам не только для участников рынка ценных бумаг, но и для простых граждан. В частности, одной из многочисленных причин, приведших к недавнему финансовому кризису в 2007–2008 годах, считается недостаточное регулирование деятельности рейтинговых агентств, что привело к массовому снижению рейтингов многих участников рынка, это дезориентировало инвесторов и спровоцировало их на сложение средств в сложные финансовые инструменты (например, новые формы секьюритизации<sup>51</sup>), предлагаемые этими участниками<sup>52</sup>.

Разумеется, динамичное развитие рынка ценных бумаг приводит к изменению законодательства, а также установлению новых подходов к осуществлению государственного регулирования. К примеру, корпоративное законодательство весьма чувствительно к изменению ситуации именно на рынке ценных бумаг. Широкомасштабное падение фондового рынка в США в конце 20-х годов прошлого столетия привело к пересмотру основ правового регулирования рынка ценных бумаг и корпораций. В результате подавляющее большинство современных юрисдикций имеет специальное законодательство, регулирующее положение публичных компаний, строго регламентирующее куплю-продажу акций, раскрытие информации о деятельности корпорации, структуру ее управленческих органов<sup>53</sup> и т. п.

В эпоху становления рынка ценных бумаг многие исследователи вместо изучения протекающих на рынке процессов в целях их должного регулирования начинали резко его критиковать, весьма спорно оценивая его значение для экономики. Для иллюстрации этого обратимся к примеру Великобритании XVII века. Тогда высказывались следующие негативные точки зрения:

- рынок основан на лжи и манипулировании;
- увеличивается количество политических рисков в связи с манипулированием стоимостью государственных ценных бумаг;

---

<sup>50</sup> Цит. по: The American Presidency Project [Electronic resource]/Gerhard Peters. 1999–2013. URL: [www.presidency.ucsb.edu](http://www.presidency.ucsb.edu).

<sup>51</sup> Под секьюритизацией в самом простом смысле понимается выпуск ценных бумаг, обеспеченных определенным активом, преимущественно финансовыми инструментами, приносящими регулярный доход (например, закладными и т. п.).

<sup>52</sup> Wallenstein S. The roots of the financial crisis //Capital Markets. Law Journal. 2009. Vol. 4. No. Sl.P. 15–16.

<sup>53</sup> Подробнее см. соответствующие главы настоящей работы.

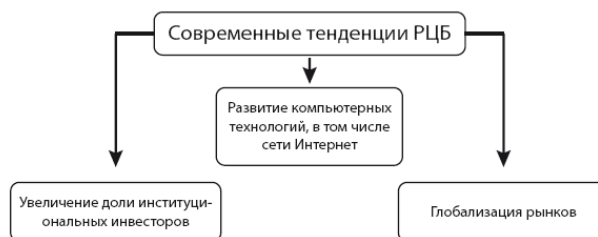
- растет социальная нестабильность;
- рынок ценных бумаг ничего не прибавляет к национальному благосостоянию<sup>54</sup>.

Многие представители общественности обрушивались с резкой критикой на основы рынка ценных бумаг, среди них был известный писатель Даниель Дефо<sup>55</sup>. Правда, злые языки утверждают, что причиной его негодования стала личная обида: он потерял £200, вложив их в акции компании по подъему затонувших кораблей<sup>56</sup>.

Как уже отмечалось, рынок ценных бумаг является одним из основных источников финансирования корпораций, конкурируя по эффективности с рынком кредитных ресурсов. В то же время, современный законодатель учитывает отрицательный исторический опыт, связанный с обманом и злоупотреблением доверием инвесторов, вложивших свои средства в акции либо облигации разорившихся компаний. Именно поэтому инфраструктура рынка ценных бумаг направлена на пресечение случаев нарушения прав инвесторов, на корректировку поведения недобросовестных эмитентов, а не на ликвидацию таких корпораций<sup>57</sup>.

В последние десятилетия в западных странах произошли серьезные изменения на рынке ценных бумаг, которые, в конечном счете, оказали серьезное воздействие и на современные корпорации<sup>58</sup>:

- 1) увеличилась доля институциональных инвесторов;
- 2) развиваются компьютерные технологии, в том числе сети Интернет;
- 3) происходит глобализация рынков.



Следует отметить, что в России институциональные инвесторы пока не оказывают такое же серьезное воздействие на рынки ценных бумаг и на систему управления корпорациями, как в США или Великобритании<sup>59</sup>. Это обусловлено различными причинами. Прежде всего, кризис доверия к финансовым институтам и неуверенность в стабильности экономики, свойственные широкому кругу участников рынка, приводит к нежеланию частных инвесторов вкладывать свои средства в фондовый рынок, тем более посредством паевых или пенси-

<sup>54</sup> Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 32–37.

<sup>55</sup> См., например, издание Defoe D. An Essay upon Projects Icon Classics. 2008.

<sup>56</sup> Banner S. Anglo-American securities regulation. P. 29.

<sup>57</sup> Например, Гуреев В. А. отмечает интересную особенность российского дореволюционного законодательства. По его мнению, оно не было ориентировано на защиту отдельно взятого акционера. Главным же средством борьбы с массовыми нарушениями было закрытие таких компаний. (Гуреев В. А. Проблемы защиты прав и интересов акционеров в Российской Федерации. М. 2007. С. 19).

<sup>58</sup> Подробнее см.: Loss L., Seligman I. Fundamentals of securities regulation. Aspen publishers, 2003. P. 729–731. Авторы исследовали рынок США, однако их доводы можно считать справедливыми и для других развитых стран.

<sup>59</sup> Как было сказано в 1980 году в Докладе Комитета Вильсона (Wilson Committee report) об институциональных инвесторах, владеющих акциями: «их возрастающее доминирование на «...» рынке капиталов стало одним из наиболее важных явлений в финансовой системе» (цит. по Cheffins Brian R. Corporate ownership and control. Oxford University Press. 2008. P. 344).

*онных фондов. К тому же многие отечественные компании отличаются концентрированной структурой акционерного капитала, не допуская обращение на рынке своих акций.*

В последнее время участники рынка обращают внимание на изменение традиционной модели осуществления инвестиционной деятельности со стороны крупнейших участников рынка. В частности, по мнению исполнительного директора Дойчебанка в России Павла Теплухина, инвестиционно-банковский бизнес как бизнес-модель в классическом понимании этого слова до 2008 года, перестал существовать. Полностью исчезла бизнес-модель, которая работала в «Тройке Диалог» или в «Ренессансе». В настоящее время мир находится в поисках новых тенденций развития финансового сектора. **Корпоративно-инвестиционный бизнес (СІВ) как конструкция в последнее время стал завоевывать большую популярность.** Он объединяет в себе и классическую инвестиционно-банковскую составляющую (корпоративные финансы, М&А, рынки капиталов, иногда управление активами), и корпоративную часть: участие в финансировании крупных корпораций через различные инструменты (синдицированные кредиты, облигационные выпуски и другие форматы). В России пионером этого бизнеса стал ВТВ с компанией «ВТВ Капиталом». Остальные постепенно начали переходить на этот формат<sup>60</sup>.

Таким образом, если учитывать фундаментальное значение рынка ценных бумаг для успешного функционирования экономики, то ему необходимо пристальное внимание государства. Опыт октября 1929 года, а также осени 2008 года<sup>61</sup> доказал, что рынок ценных бумаг требует не только пристального внимания, но и активного вмешательства со стороны государства. *Именно в этом сегменте экономики наиболее ярко проявляется сочетание публичных и частных интересов. В целях стабилизации ситуации на фондовом рынке активная роль должна принадлежать не только организаторам торгов на рынке ценных бумаг, например, фондовым биржам, но и государственным регулирующим органам.* Вот почему ФСФР в условиях обвального снижения котировок акций приостанавливала торги на основных биржевых площадках страны и предпринимала иные меры, которые, хотя и ограничивали права участников, однако оказывали стабилизирующее воздействие на рынок в целом.

Критики чрезмерного государственного регулирования отмечают, что зачастую государственные структуры в стремлении предотвратить негативные явления на рынке накладывают на корпорации обязательства, ведущие к серьезным финансовым потерям для эмитентов. При этом абсолютно не просчитываются последствия таких регулирующих мер. В качестве примера зачастую приводится Закон Сарбенса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act), принятый в 2002 году. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC), иницилируя этот нормативный акт, ожидала, что его принятие приведет к увеличению финансовой нагрузки на одну публичную компанию не более чем в \$91 000. В действительности же эта цифра составила более 3-х млн долларов<sup>62</sup>!

---

<sup>60</sup> Подробнее см.: Интервью с Павлом Теплухиным: Фондовый рынок стал удивительно плановым хозяйством// Коммерсантъ. № 241 (5026). 2012. Электрон, вер, печат. публ. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2092208>.

<sup>61</sup> Значительное снижение индексов рынков ценных бумаг во всех развитых странах мира, сопряженное с кризисом в смежных отраслях экономики (например, на рынке недвижимости).

<sup>62</sup> Pitt Harvey L. Bringing financial services regulation into the twenty-first century//Yale Journal on Regulation. Vol. 25. No. 2. 2008. P. 321–322. Немаловажная деталь: автор столь резкого высказывания в адрес государственного регулирования в 2001–2003 годах как раз и возглавлял Комиссию по ценным бумагам и биржам США.

Некоторые исследователи, например, Роберта Романо (Roberta Romano) вообще называют этот нормативный акт не иначе как «законодательным провалом» вместе с его инициативами по ужесточению регулирования аудиторов и сертификацией внутреннего контроля в организациях. Что характерно, этот нормативный акт был принят, несмотря на минимальную поддержку в академической среде<sup>63</sup>.

Осознавая воздействие, оказанное на мировую экономику финансовым кризисом 2000-х годов, в ближайшее время следует ожидать изменения правового регулирования как финансового рынка в целом, так и рынка ценных бумаг. Для того чтобы определить специфику уже произошедших и еще только грядущих нововведений, необходимо рассмотреть **причины кризиса**, зародившегося в США.

В январе 2011 года был обнародован Отчет специально созданной Комиссии Конгресса США по расследованию причин финансового кризиса (The Financial Crisis Inquiry Commission)<sup>64</sup>. Члены Комиссии пришли к выводу о том, что можно было бы избежать кризиса, если бы не возникли следующие причины его наступления:

- 1) большое число ошибок в регулировании и надзоре за финансовыми рынками страны;
- 2) просчеты в сфере корпоративного управления и области риск-менеджмента во многих крупных финансовых компаниях;
- 3) сочетание чрезмерных заимствований, рискованных инвестиций и недостаточной прозрачности участников рынка;
- 4) неподготовленность правительства к кризису, выразившаяся в противоречивости предпринимаемых действий, усугубила неопределенность и панические настроения на финансовых рынках;
- 5) системный сбой в этической сфере<sup>65</sup>.

Также Комиссия выделила более частные факторы, усугубившие кризис:

- ненадлежащие стандарты ипотечного кредитования и секьюритизации;
- развитие внебиржевого рынка деривативов<sup>66</sup>;
- деятельность рейтинговых агентств<sup>67</sup>.

В связи с масштабами произошедшего кризиса<sup>68</sup> отдельные государства и мировое сообщество стремятся выработать новые подходы к функционированию экономики, в том числе и

---

<sup>63</sup> Цит. по: Romano R. *Regulating in the Dark//Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation*/ed. by C. Coglianese. 2012. URL: <http://ssrn.com/abstract=1974148>.

<sup>64</sup> См. официальный сайт: The Financial Crisis Inquiry Commission. URL: <http://www.fcic.gov/report>.

<sup>65</sup> Как в свое время замечал Н. И. Персесов, центральным понятием торгового права является доверие. (Торговое право: конспективный курс лекций по торговому и вексельному праву: Посмертное издание/Персесов Н. И., проф. Моек, ун-та; испр. и доп. А. Г. Гусаков. М. 1896. С. 13.). К сожалению, кризис выявил, что поведение многих участников рынка нарушает не только юридические, но и моральные нормы, приведя к возникновению т. н. кризиса доверия на рынке, что еще больше усугубило кризисные явления, оказывая воздействие на систему государственного регулирования рынком (подробнее о кризисе доверия в отношении системы государственного регулирования финансовым рынком в США см. *Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation*/ed. by C. Coglianese. University of Pennsylvania Press. 2012).

<sup>66</sup> В качестве деривативов (производных финансовых инструментов) выступают договоры, у стороны которых, в зависимости от случайных обстоятельств (изменение цен на ценные бумаги или товары, величины процентных ставок и т. п.), могут возникнуть обязанности по уплате определенных денежных сумм, совершение иных сделок. По словам авторов Отчета, в США ситуация усугубилась в 2000 году, когда было отменено регулирование внебиржевого рынка деривативов как на федеральном, так и на региональном уровнях.

<sup>67</sup> Достаточно сказать, что из общего количества ипотечных ценных бумаг, которым агентством Moody's в 2006 году присвоило наивысшую оценку AAA, впоследствии порядка 83 % испытали снижение этого рейтинга.

<sup>68</sup> Например, промышленный индекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average) в октябре 2007 года практически достиг 14 000 пунктов, а уже в марте 2009 года снизился до более чем в 500 пунктов! (по данным <http://www.djaverages.com>). Отрицательная динамика наблюдалась и на российских рынках: в 2008 году Индекс ММВБ превысил значение 1800 пунктов, а во втором квартале 2009 года – упал до 400 пунктов! (URL: [http://www.micex.ru/articles/file/4107/MICEX%20Index%20brochure%20\(rus\)%20JULY%202009.pdf](http://www.micex.ru/articles/file/4107/MICEX%20Index%20brochure%20(rus)%20JULY%202009.pdf)).

применимые на рынке ценных бумаг. *В качестве основных последствий финансового кризиса в сфере государственного регулирования фондового рынка необходимо выделить следующие:*

1. Усиление государственного регулирования (как в сфере правовой регламентации отношений, так и в сфере контроля и надзора за участниками рынка) рынка ценных бумаг с одновременным снижением значения саморегулирования на рынке:

- 1) принятие новой законодательной базы функционирования рынка ценных бумаг;
- 2) реформа контролирующих органов на рынке ценных бумаг.

2. Разработка концепции глобального регулирования финансовых рынков, включая рынок ценных бумаг.

В июле 2010 года Президентом США Бараком Обамой был подписан т. н. Закон Додда-Франка (Dodd-Frank Act<sup>69</sup>). По отзывам декана школы права Йельского университета Роберта Поста (Robert Post), это крайне противоречивый закон, который, с одной стороны, устанавливает систему защиты потребителей финансовых услуг, а с другой – является угрозой для финансовой стабильности страны, нормативно закрепляя правило поддержки системообразующих участников рынка («too big to fail»)<sup>70</sup>. Также меняются подходы к регулированию рынков деривативов, хедж-фондов, раскрытию информации корпорациями<sup>71</sup>.

Предпринимаются шаги по установлению систем наднационального финансового регулирования. В рамках проводимых регулярно встреч руководителей стран G20 уже выработано представление, что теория эффективности рынков неприменима для контроля возможных рисков. В связи с этим достигнуто общее понимание необходимости проведения реформ в целях усиления регулирования и надзора участников финансовых рынков<sup>72</sup>. Однако мировые лидеры так и не смогли договориться о том, каким образом должна выглядеть эта система глобального регулирования.

В то же время на европейском уровне удалось построить новую систему «континентального финансового регулирования», так с января 2011 начала работу новая система надзора за финансовыми рынками, которая включает в себя:

- Европейский Банковский Регулятор (European Banking Authority);
- Европейскую организацию по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority);
- Европейскую организацию страхования и пенсионного обеспечения (European Insurance and Occupational Pensions Authority)<sup>73</sup>.

Перераспределяются надзорные полномочия и на уровне отдельных стран. В США, очевидно, по примеру Канады, создается новый орган – Бюро по защите потребителей на финансовых рынках (Consumer Financial Protection

---

<sup>69</sup> The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. URL: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cra.pdf>.

<sup>70</sup> Подробнее о его содержании см.: Verstein A. and Roberta R. Assessing Dodd-Frank [Electronic resource]/Yale Law School Center. 2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=1884290>.

<sup>71</sup> Подробнее о реформе регулирования финансовых рынков в США, см., например, официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США. URL: <http://www.sec.gov>.

<sup>72</sup> Arner Douglas W. Adaptation and resilience in global financial regulation North Carolina Law Review. Vol. 89. R 101.2011 \* P112-113. URL: <http://ssrn.com/abstractM814964>.

<sup>73</sup> Подробнее см.: Kost de Sevres N., Sasso L. The New European Financial Markets Legal Framework: A real improvement [Electronic resource]. 2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=1855636>.

Bureau)<sup>74</sup>. В Великобритании в апреле 2013 года планируется начало работы двух специализированных структур: Агентство по финансовой деятельности (Financial Conduct Authority (FCA)) и Ведомство по пруденциальному регулированию<sup>75</sup> (Prudential Regulation Authority (PRA))<sup>76</sup>. В России также произошли изменения в регулировании: сначала Федеральная служба страхового надзора была присоединена к Федеральной службе по финансовым рынкам<sup>77</sup>. А затем началось широкое обсуждение вариантов создания единого мегарегулятора на финансовых рынках<sup>78</sup>.

Таким образом, учитывая отмеченные тенденции в ближайшее время можно ожидать усиление государственного воздействия на рынок ценных бумаг, в том числе установление контроля за новыми отношениями, возникающими на рынке, и создание укрупненных регулирующих органов, обеспечивающих стабильность сразу в нескольких сферах финансового рынка.

---

<sup>74</sup> Подробнее см. на сайте бюро: <http://www.consumerfinance.gov>.

<sup>75</sup> Данное управление будет структурной частью Банка Англии.

<sup>76</sup> Подробнее см. официальную брошюру: Journey to the FCA. 2012. URL: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/other/journey-to-the-fca-standard.pdf>.

<sup>77</sup> Указ Президента РФ от 4 марта 2011 года № 270 (в ред. Указа Президента РФ от 21 мая 2012 года № 636) «О мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации».

<sup>78</sup> См., например: Руденко П., Кузнецов И., Яковлева М. Мегарегулировщик. Финансовый рынок выбирает единоначалие // Коммерсантъ. № 246 (5031). 2012.

## Краткие выводы

1. По своей сути рынок ценных бумаг является частью финансового рынка, на котором происходят процессы перераспределения свободных денежных средств. Как правило, в составе финансового рынка выделяют *денежный рынок* и *рынок капиталов*.

2. Само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг. Именно посредством его инфраструктуры корпорации получают необходимые для своего развития финансовые ресурсы (посредством продажи акций, облигаций и т. п.), а инвесторы (владельцы акций) становятся участниками корпоративных образований.

3. На рынке ценных бумаг возникают следующие блоки общественных отношений:

1) в связи с созданием ценной бумаги как объекта гражданских прав (эмиссия ценных бумаг и иные формы возникновения ценных бумаг) и с их присвоением эмитентом;

2) в связи с обращением ценных бумаг;

3) в процессе осуществления субъектами учетной системы своих функций по учету прав владельцев ценных бумаг (требующих такого учета);

4) в процессе осуществления инвестиционной деятельности;

5) вследствие осуществления субъективных гражданских прав, закрепленных ценной бумагой;

6) в процессе осуществления профессиональных и иных тесно с ними связанных видов деятельности на рынке ценных бумаг;

7) в процессе государственного регулирования рынка ценных бумаг.

4. Рынок ценных бумаг обладает следующими функциями, свойственными в целом рыночной экономике.

1) общие функции:

– повышение эффективности функционирования первичных рынков, обеспечение конкуренции на них (товарный и т. п.);

– трансформация сбережений в инвестиции;

– обеспечение стабильности функционирования рыночной экономики;

– определение спроса, предложения и цены на соответствующие товары рынка;

– информационная функция;

2) специальные функции:

– страхование финансового и денежного рынков, а также рисков, возникающих в результате предпринимательской деятельности на рынке;

– аккумуляция необходимых средств для решения конкретных задач производства в различных отраслях экономики;

– пополнение государственного бюджета и др.

5. На основе различных классификационных признаков можно выделить следующие виды рынка ценных бумаг:

1) в зависимости от финансовых инструментов, являющихся предметом отношений между участниками рынка ценных бумаг:

– рынок акций;

– рынок облигаций, в том числе государственных;

– рынок производных финансовых инструментов;

2) по связи объектов рынка ценных бумаг с их выпуском и обращением:

– первичный рынок;

– вторичный рынок;

3) по степени урегулированное<sup>TM</sup> отношений:

– организованный рынок;

– неорганизованный рынок;

4) по территориальному признаку выделяют следующие рынки ценных бумаг:

– национальные рынки;

– международные рынки;

5) в зависимости от того, кто является эмитентом, выделяют:

– рынок корпоративных ценных бумаг;

– рынок государственных ценных бумаг.

6. Традиционно считается, что в каждом государстве существуют различные системы организации рынка ценных бумаг. В этой связи говорят о наличии различных моделей фондового рынка. Базовыми моделями считаются *американская модель* (США) и *немецкая модель* (ФРГ). В остальных государствах в той или иной степени сочетаются различные черты, присущие указанным выше моделям, что позволяет говорить об их смешанном характере.

7. В последние десятилетия в западных странах произошли серьезные изменения на рынке ценных бумаг, которые, в конечном счете, оказали серьезное воздействие и на современные корпорации:

1) увеличилась доля институциональных инвесторов;

2) развиваются компьютерные технологии, в том числе сеть Интернет;

3) происходит глобализация рынков.

8. В качестве основных последствий финансового кризиса в сфере государственного регулирования фондового рынка необходимо выделить следующие:

1) усиление государственного регулирования (как в сфере правовой регламентации отношений, так и в сфере контроля и надзора за участниками рынка) рынка ценных бумаг с одновременным снижением значения саморегулирования на рынке:

– принятие новой законодательной базы функционирования рынка ценных бумаг;

– реформа контролирующих органов на рынке ценных бумаг;

2) разработка концепции глобального регулирования финансовых рынков, включая рынок ценных бумаг.

## Контрольные вопросы

1. Назовите части финансового рынка? В чем отличие их друг от друга?
2. Поясните, почему само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг?
3. Выделите положительные и отрицательные особенности рынка ценных бумаг. Каким образом они отразились на действующем законодательстве?
4. Назовите блоки общественных отношений, возникающих на рынке ценных бумаг.
5. Дайте определение понятию «рынок ценных бумаг».
6. Какие из функций рынка ценных бумаг можно обозначить как общие, а какие как специальные? Проанализируйте каждую из выделенных функций.
7. Какие классификационные признаки могут лечь в основу выделения видов рынка ценных бумаг?
8. Какие основные изменения на организованном рынке произошли в последние десятилетия?
9. Назовите базовые модели фондового рынка. Какие модели дополнительно выделяются исследователями?
10. К какой модели фондового рынка ближе всего Россия?
11. Выделите наиболее серьезные изменения на рынке ценных бумаг последнего времени, которые оказали серьезное воздействие и на современные корпорации.
12. Обозначьте основные последствия финансового кризиса 2008 года в сфере государственного регулирования фондового рынка.

## Основная литература

- Burton M., Nesiba R. F., Brown B. An Introduction to Financial Markets and Institutions. – N.Y., 2009. – 687p.
- Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. – West, 2009. – 415 p.
- Kost de Sevres N., Sasso L. The New European Financial Markets Legal Framework: A real improvement [Electronic resource]. – 2011. – 36p. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1855636>.
- Loss L, Seligman J. Fundamentals of securities regulation. – Aspen publishers, 2003. – 66 p.
- Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. – Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2012,– 304 p.
- Wallenstein St. The roots of the financial crisis // Capital Markets. Law Journal. 2009.-Vol. 4,– No. SI.
- Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2011. – 395 с. Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.
- Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник/В. А. Лялин, П. В. Воробьев. – М.: Проспект [и др.], 2011. – 398 с.
- Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 622 с.
- Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок М.: Перспектива, 1995,– 533с.
- Молотников А. Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролируемых, крупных и миноритарных акционеров в России // Предпринимательское право. – М.: Юрист, 2009. – № 1. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. – М.: Экономика, 2010. – 240с.
- Рынок ценных бумаг: учебник/Басс А. Б. [и др.], под ред. Е. Ф. Жукова. – М.: Волтере Клувер, 2010. – 637 с.
- Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. – М.: Юрайт, 2011,– 530с.
- Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебнопрактическое пособие. – М.: Юрист, 2008. – 174с.
- Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг, – СПб.: Питер, 2006.– 410с.

## Дополнительная литература

Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments/ed. by Frank J. Fabozzi. – New Jersey: Wiley, 2008. – 852 p.

Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market//Annals of the American Academy of Political and Social Science.-Vol. 35,- No. 3. – 1910. Michie R. C. The London Stock Exchange. A History. – Oxford University Press, 2001. – 696 p.

Pitt Harvey L. Bringing financial services regulation into the twenty-first century//Yale Journal on Regulation. – Vol. 25. – No. 2. – 2008.

The Financial Crisis Inquiry report Commission [Electronic resource]/The Financial Crisis Inquiry Commission. – 2011. – URL: <http://www.fcic.gov/> report. – 662 p.

Verstein A. and Roberta R. Assessing Dodd-Frank [Electronic resource]/Yale Law School Center. – 2011. – 150p. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1884290>.

Гильфердинг Р Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. М.: Знаменский и К, 1912. – 576с.

Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект, 2011. – 1024с.

Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2005. – 240 с.

Ремнев А. Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг// Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 5.

Семенов С. С. Перспективы развития российского фондового рынка. – М.: Хлебпродинформ, 2005. – 23 с.

## Глава 2

# История развития зарубежного законодательства о рынке ценных бумаг

*...человеческая природа никогда не меняется. Следовательно, никогда не меняется и фондовый рынок. Только лица, деньги, участники, войны, бедствия и технологии сменяют друг друга.*

*Richard Smitten «Jesse Livermore. World's greatest stock trader», 2001*

1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования.
2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках.
3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века.

Возникновение и развитие рынка ценных бумаг напрямую связано с двумя явлениями Нового времени:

1. Изменение долговой политики европейских государств, выразившееся в активном заимствовании денежных средств у широкого круга лиц посредством выпуска ценных бумаг.

2. Развитие корпоративной формы ведения бизнеса (прежде всего акционерных обществ), что привело к широкомасштабным эмиссиям акций и облигаций, которые свободно обращались среди инвесторов.

Несложно заметить, что в обоих случаях наблюдается такая особенность государственных и частных ценных бумаг, как их **свободное обращение**. Без этого было бы невозможно развитие рынка ценных бумаг. Также на развитие фондового рынка повлияли **государственные интересы** европейских юрисдикций, связанные с необходимостью привлечь дополнительные ресурсы во избежание дефицита бюджета. Часто это было вызвано или подготовкой к войне, или ее последствиями.

Отмеченные тенденции оказали серьезное воздействие на становление фондового рынка в европейских странах. Довольно часто они осуществляли заимствования, посредством корпоративной структуры частных компаний. Это приводило к бурному росту котировок акций, вовлечению в игру на фондовом рынке огромного числа инвесторов и, соответственно, к развитию рынка ценных бумаг<sup>79</sup>. Одновременно с этим происходит постепенное становление законодательства о рынке ценных бумаг и увеличение случаев судебных споров, связанных с фондовым рынком (нередко в отсутствие четкого нормативного регулирования).

Следует отметить, что многие особенности функционирования фондового рынка, а также правила его регулирования, которые кажутся современному человеку чем-то самым собой разумеющимся<sup>80</sup>, на самом деле являются результатом долгого процесса развития отношений, возникавших на рынке, сопровождавшегося постоянным совершенствованием нормативно-правовых актов и все более усложняющимися судебными процессами.

---

<sup>79</sup> Характерен пример английской Компании Южных морей (South Sea Company) и французской Компании Миссисипи (la compagnie du Mississippi), в акции которых в начале XVIII века были трансформированы суммы государственного долга соответственно Англии и Франции. Подробнее об этом см. ниже.

<sup>80</sup> Взять хотя бы свободное обращение акций. Участники первых акционерных компаний не имели права отчуждать их третьим лицам. Первой компанией, в уставе которой был закреплен этот принцип, является the Company of the Royal Adventurers into Africa, созданная в 1663 году (Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 24).

## 2.1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования

Серьезное воздействие на появление основ фондового рынка оказало внедрение в экономический оборот средневековой Европы различных видов ценных бумаг, например, векселей<sup>81</sup>, долговых обязательств итальянских городов<sup>82</sup>. По словам И. М. Кулишера<sup>83</sup>, развитие вексельного оборота в Позднее Средневековье привело к возникновению своеобразных вексельных бирж. Это происходило в итальянских средневековых городах: в XIII веке вексель распространяется в южной и юго-западной Европе, в XIV веке уже имеется информация о вексельных курсах, устанавливаемых в различных городах<sup>84</sup>. Однако развитие рынка ценных бумаг в итальянских городах сдерживалось как недостатком объектов для инвестирования, так и отсутствием законодательства, которое бы установило четкие правила для функционирования рынка. Упомянутые выше городские рынки, на которых обращались отдельные ценные бумаги, носили стихийный, неорганизованный характер. Как отмечают современные исследователи<sup>85</sup>, потенциальные инвесторы предпочитали либо напрямую давать в долг заинтересованным лицам, либо вкладывать свободные средства в развитие собственного торгового бизнеса. К тому же в конце XIV века Венеция задержала выплаты по своим долговым обязательствам и в одностороннем порядке снизила процентную ставку с 4 до 3 %. Данное обстоятельство, разумеется, привело к снижению привлекательности долговых обязательств Венеции.

В дальнейшем **развитие фондового рынка** было связано, прежде всего, с **Нидерландами**. Именно здесь **в начале XVI века** активно развивается торговля долговыми обязательствами различных европейских стран. В это время первые облигации начинают выпускаться нидерландским правительством, отдельными городами, а также португальским и английским королем. Соответственно к данному периоду относится и возникновение первых фондовых бирж. В частности, речь идет о бирже Антверпена<sup>86</sup> (1531 год)<sup>87</sup>, которая становится финансовым центром Европы. Здесь происходит размещение государственных ценных бумаг Англии, Франции, Португалии, а также Испании<sup>88</sup>.

Несмотря на бурное развитие рынка ценных бумаг, в рассматриваемый период пока еще не появляется стройной системы регулирования отношений между участниками рынка. Особое положение эмитентов – независимых государств, которые вели агрессивную внешнюю политику – нередко провоцировало их отказ от исполнения принятых на себя обязательств<sup>89</sup>.

<sup>81</sup> Существуют различные версии о происхождении векселей. Имеются сведения об их использовании еще в VII веке н. э. (см. Нерсесов Н. О. Торговое право. М. 1896. С. 204).

<sup>82</sup> Например, в 1262 году Венеция в целях финансирования военных операций обязала своих наиболее состоятельных граждан приобрести процентные долговые обязательства города – т. н. *prestiti*. Несмотря на то, что владельцы *prestiti* не получили никаких сертификатов, тем не менее, их требования фиксировались. Кроме того, правообладатели могли произвести уступку своего требования третьим лицам (подробнее см.: Homer S., Sylla R. A history of interest rates. New Jersey: Wiley, 2005. P. 93–94).

<sup>83</sup> Кулишер И. М. История биржи//Банковская энциклопедия: в 2 т. Т. 2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война/под общ. ред. проф. Л. Н. Яснопольского. Киев: Изд-во Банк, энцикл., 1917. С. 41.

<sup>84</sup> Вот что писал в 1494 году Fra Luca Pacioli (итальянский математик, францисканский монах и один из основоположников бухгалтерского учета): «Если ты меня спросишь, как можно узнать вексельный курс, то я отвечу, что в Венеции надо отправиться на Rialto, во Флоренции же на Mercato nuovo [Новая площадь], где обсуждается цена векселей» (цит. по: Кулишер И. М. История биржи//Банковская энциклопедия. Т. 2. С. 41).

<sup>85</sup> Michie R. C. The global securities market: A history. Oxford University Press, 2007. P. 20, 21.

<sup>86</sup> В указанный период этот город входил в состав Нидерландов. В настоящее время он относится к Бельгии.

<sup>87</sup> Кулишер И. М. История биржи // Банковская энциклопедия. Т. 2. С. 46.

<sup>88</sup> Michie R. C. The global securities market: a history. P. 22.

<sup>89</sup> Например, дефолт Испании и Франции в 1550-е годы привел к возникновению одного из первых кризисов на европей-

Это, в свою очередь, приводило к стремительному снижению стоимости остальных ценных бумаг, обращавшихся на бирже, что провоцировало банкротство участников рынка.

Позже в результате начавшейся **во второй половине XVI века** Нидерландской буржуазной революции и последовавшей за ней испанской оккупации Антверпен утратил свои лидирующие позиции в финансовой сфере. Многие жители города переехали на север, в частности, в Амстердам, который стал тогда новым европейским финансовым центром.

В Амстердаме торговля ценными бумагами выводится на принципиально иной уровень. Многие исследователи сходятся во мнении, что первой фондовой биржей *стала* именно Амстердамская<sup>90</sup>. Благодаря ее развитию в деловой и юридической оборот вошли новые разновидности сделок с ценными бумагами, утвердились принципы функционирования фондового рынка. Необходимо выделить следующие **отличительные черты, присущие фондовому рынку Нидерландов XVII века**:

### **1. Организация публичного размещения и обращения акций корпораций, создание вторичного рынка акций.**

История Амстердамской фондовой биржи неразрывно связана с ее ровесницей – крупнейшей европейской акционерной компанией – **Голландской Ост-Индской компанией (VOC)**, созданной в 1602 году. Первоначально принципиальное отличие VOC от зарубежных аналогов<sup>91</sup> заключалось в проведении **публичного размещения своих акций**, которые предлагались к продаже на всей территории Голландии. За следующие десять лет существования руководство компании утвердило **принцип свободного отчуждения собственниками принадлежавших им акций**. Однако это правило не было закреплено в уставе корпорации. В то же время оно соответствовало интересам как самой компании: акционеры не требовали возврата вложенных средств, а просто продавали акции третьим лицам, так и инвесторов, которым был необходим высоколиквидный финансовый инструмент для вложения денежных средств с высоким процентом. Данные обстоятельства привели к созданию хорошо развитого вторичного рынка акций VOC и к увеличению числа акционеров компании. Только с самого начала объявления подписки на акции компанией были привлечены средства порядка 1143 инвесторов, которые и *стали* акционерами-основателями<sup>92</sup>. В то же время первый устав **Английской Ост-Индской компании (EIC)**<sup>93</sup>, утвержденный в 1600 году, содержит информацию всего лишь о **218 членах**<sup>94</sup>. Вообще английские компании, создаваемые в начале XVII века, преимущественно ориентировались на закрытые группы инвесторов и, как уже упоминалось выше, намного позже установили правила свободного оборота акций.

### **2. Выработка основных принципов размещения корпоративных ценных бумаг не в рамках только национального, но и зарубежного рынка.**

Известно, что в 1622 году на Амстердамской фондовой бирже началось обращение акций новой компании, получившей название Вест-Индской. Особенность эмиссии ее акций состо-

---

ских финансовых рынках, что повлекло за собой банкротство многих крупнейших торговых домов, игравших на антверпенской бирже (см.: Кулишер И. М. История биржи. С. 47).

<sup>90</sup> См. например: Kelemen R.D. Eurolegalism: The Transformation of Law and Regulation in the European Union. Harvard University Press, 2011. P. 93; Dariusz W. The Global Stock Market: Issuers, Investors, and Intermediaries in an Uneven World. N.Y., 2011. P.2.

<sup>91</sup> Например, Английская Ост-Индская компания (EIC), созданная в 1600 году. Подробнее см.: Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. М., 2011. С. 113–114.

<sup>92</sup> Jan De Vries, A. M. van der Woude The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815. Cambridge university press, 1997. P. 385.

<sup>93</sup> Не путать с иными Ост-Индскими компаниями: Голландской (VOC) – 1602, Датской – 1616, Португальской – 1628, Французской – 1664 и др.

<sup>94</sup> Harris R. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution [Electronic resource]. 2006. URL: <http://ssrn.com/abstract=874406>.

яла в направлении предложений инвесторам не только на территории Нидерландов, но и за рубежом. При этом специально для стимулирования торговли был составлен проспект, в котором указывались выгоды от приобретения акций<sup>95</sup>.

### **3. Внедрение в деловую практику новых разновидностей совершаемых на рынке сделок с ценными бумагами.**

В рассматриваемый период на Амстердамской фондовой бирже совершались широкий спектр сделок, применяемый и в современной практике.

Согласно имеющимся свидетельствам, голландские суды относили акции к категории недвижимого имущества. Из этого следовало требование об обязательной регистрации перехода прав на акции<sup>96</sup>. При этом выносимые судами решения базировались на различных правовых источниках. Согласно сборнику правовых советов, составленному в XVII веке практикующими юристами (*Hollandsche Consultatwn*), судебные инстанции при разрешении споров, связанных со сделками с ценными бумагами, использовали комбинацию из норм римского права, местных и зарубежных обычаев, ордонансов Габсбургов, а также итальянского и испанского торгового права<sup>97</sup>.

О характере биржевых операций на Амстердамской фондовой бирже дает представление работа Жозефа де ла Вега «Путаница путаниц» (*Don Joseph de la Vega «Confusion de Confusiones»*), написанная в 1688 году<sup>98</sup>. Исходя из анализа этого труда<sup>99</sup>, на данной торговой площадке стали широко использоваться следующие сделки, которые до сих пор применяются на практике<sup>100</sup>:

- **наличные сделки (спот)**, исполняемые при их совершении за наличный расчет, а также *фьючерсные (срочные) сделки*, исполняемые по заранее определенной цене через оговоренный срок;
- **опционы пут и кол**, а также их сочетание – **стрэдл**, где заключались договоры на право купить или продать в будущем определенные ценные бумаги по заранее определенной цене;
- **маржинальные сделки**, предметом которых выступали ценные бумаги или денежные средства, переданные в заем определенному лицу;
- **хеджирование** – страхование рисков при помощи совершения сделок, цель которых прямо противоположна только что заключенным;
- **короткие продажи**, то есть отчуждение ценных бумаг, не находящихся в собственности участника сделки. При этом продавец рассчитывает на понижение курсовой стоимости ценных бумаг с тем, чтобы в будущем приобрести их по цене намного ниже первоначальной, что позволит ему, вернув ценные бумаги займодавцу, получить прибыль по совершаемым сделкам.

<sup>95</sup> Кулишер И. М. История биржи//Банковская энциклопедия: в 2 т. Т. 2. С. 54.

<sup>96</sup> Petram L. O. The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700. 2011. URL: <http://dare.uva.nl/document/201694>. P. 98.

<sup>97</sup> Ibid. P. 94.

<sup>98</sup> Эту работу принято считать первым комплексным научным трудом о фондовых биржах. На русском языке книга не была опубликована. В сети Интернет имеются переводы на русский язык некоторых частей этого труда: Вега, Ж. де ла Путаница путаниц/пер. Ю. Бондарева. 1999. URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2.txt>. Предисловие//Там же. URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2pre.txt>.

<sup>99</sup> На основании предисловия Германа Келленбенца (Hermann Kellenbenz) 1957 года к переводу книги Жозефа де ла Вега «Путаница путаниц». (URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2pre.txt>).

<sup>100</sup> Названия сделок даны исходя из современной терминологии.

Власти Нидерландов были настроены резко против коротких продаж. Правда, за прошедшие столетия ситуация не изменилась: в настоящее время регуляторы также выступают против подобных сделок, способных в процессе игры на понижение полностью обрушить фондовый рынок<sup>101</sup>. Первым задокументированным случаем совершения коротких продаж стала в начале XVII века рыночная игра Исаака Ле Мэйра (Isaac Le Maire)<sup>102</sup>. Этот состоятельный предприниматель начал игру на понижение в отношении VOC. При этом он использовал необеспеченные короткие продажи, что означало отсутствие у него при заключении сделок даже заемных ценных бумаг. Резкое снижение курсовой стоимости акций компании обратило на себя внимание не только ее руководства, но и влиятельных акционеров, близких к властным кругам. Впоследствии это обстоятельство способствовало запрету коротких продаж и законодательному исключению Ле Мэйра из состава акционеров VOC.

#### **4. Попытки государственных органов осуществлять регулирование рынка ценных бумаг посредством издания запретительных нормативно-правовых актов.**

В XVII веке восприятие торговли на фондовом рынке со стороны руководства Нидерландов было достаточно настороженным. Однако вместо того, чтобы установить определенные правила осуществления операций на рынке ценных бумаг, органы власти, рассматривая отдельные сделки в качестве проявлений безнравственных азартных игр<sup>103</sup>, вводили на них запреты.

Необходимо выделить следующие *нормативные акты, затронувшие отношения на рынке ценных бумаг*:

##### **– Эдикт от 27 февраля 1610 года.**

Согласно ему были запрещены короткие продажи, особо оговаривался запрет на сделки с акциями, не находившимися во владении у продавца на момент заключения договора. Фьючерсные сделки допускались лишь в случае, если продавец владел ими на момент заключения сделки. Устанавливался предельный срок на передачу акций по договорам купли-продажи – один месяц<sup>104</sup>.

##### **– Эдикт 1621 года.**

В связи с размещением акций вновь созданной Голландской Вест-Индской компании (GWC) государство попыталось напомнить участникам рынка о существующих запретах в отношении совершаемых на фондовом рынке сделок. Принятый нормативный акт содержит запрет на совершение сделок с акциями, которые не находились во владении продавца на момент заключения договора. При этом покупатель мог в судебном порядке потребовать расторжения договора<sup>105</sup>.

---

<sup>101</sup> Например, во время финансового кризиса в России осенью 2008 года Федеральная служба по финансовым рынкам выпустила предписание о приостановлении заключения маржинальных и необеспеченных сделок. (Об отмене предписания ФСФР России от 17 сентября 2008 года и новом предписании ФСФР России о приостановлении профессиональным участникам рынка ценных бумаг части операций//Официальный сайт ФСФР. Загл. с экрана. URL: [http://old.ffms.ru/document.asp?ob\\_no=144286](http://old.ffms.ru/document.asp?ob_no=144286)).

<sup>102</sup> Подробнее см.: Poitras G. Risk management, speculation, and derivative securities. Academic Press, 2002. P.28; Sarna D.E.Y. History of Greed: Financial Fraud from Tulip Mania to Bernie Madoff. Wiley, 2010. 398 p.

<sup>103</sup> Garber P.M. Famous first bubbles: the fundamentals of early manias. The MIT Press: 2001. P. 34. О моральных и религиозных аспектах коротких продаж см.: Marchi N. de, Harrison P. Trading in the wind and with guile: the troublesome matter of the short selling of shares in seventeenth century Holland/Higgling: transactors and their markets in the history of economics. University press, 1994. P. 47–65.

<sup>104</sup> Подробнее см.: Stringham E. The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam// Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 43. No. 2. 2003. P. 328.

<sup>105</sup> Poitras G. Risk management, speculation, and derivative securities. Academic Press, 2002. P. 28.

### – Эдикты 1630 и 1636 годов.

Данные нормативные акты, утвержденные во время руководства страной губернатора (*stadhouder*) Генри Фредерика, уточняли отдельные положения принятых ранее эдиктов, запрещавших сделки на фондовом рынке, устанавливали особенности признания недействительными сделок, заключенных при условии отсутствия у продавца акций. Именно тогда появилось выражение «апеллировать к Фредерику», означавшее отказ покупателя ценных бумаг от исполнения принятых на себя обязательств<sup>106</sup>.

Несмотря на имевшиеся запреты, участники фондового рынка игнорировали требования законодательства. Санкционированные государством меры практически никак не влияли на деятельность участников торгов<sup>107</sup>. Устанавливаемые ограничения не соответствовали сложившимся отношениям на фондовом рынке и не находили понимания среди его участников, к тому же государственные органы не были готовы применять карательные меры к нарушителям запретов.

### 5. Система защиты прав участников рынка включала в себя как судебные, так и внесудебные формы.

Как отмечает Людвиг Петрам<sup>108</sup>, в первые годы функционирования Амстердамской фондовой биржи (вплоть до 1640-х годов) было зафиксировано достаточное количество судебных исков, касающихся оборота акций. Из-за отсутствия детального правового регулирования рынка ценных бумаг его участники пытались определить меру дозволенного поведения путем предъявления исков в различные судебные инстанции<sup>109</sup>. Впоследствии число судебных процессов значительно снизилось, что, очевидно, связано с обнародованием Судом Голландии (апелляционная инстанция) своей позиции по наиболее важным делам, связанным с фондовым рынком.

Участники рынка были вынуждены искать выход из сложившейся ситуации с запретом совершения сделок с акциями, не принадлежавшими им на момент заключения договора. Участники споров, возникавших из подобных сделок, не могли рассчитывать на судебную защиту, ведь они провозглашались судами недействительными. Это привело к необходимости создания альтернативных механизмов разрешения конфликтов на рынке ценных бумаг.

Одним из способов разрешения подобных конфликтов стало появление особых торговых клубов (*collegies*), которые специально создавались единоличными или коллегиальными органами для совершения сделок с ценными бумагами (например, клуб *Collegie vande Actionisten*). В качестве санкций применялись как штрафы, так и запрет на участие в торговых сессиях клуба<sup>110</sup>.

**Таким образом, именно в Голландии происходит возникновение фондового рынка, характеризующегося наличием большого разнообразия объектов инвестирования, определенной инфраструктуры (в том числе отдельное здание биржи), высоким уровнем развития отношений между участниками рынка.**

<sup>106</sup> Келенбенц Г. Предисловие // Вега, Ж. де ла. Путаница путаниц [Электронный ресурс]/пер. Ю. Бондарева. 1999. URL: <http://tarranova.lib.ru/authors/b/bondarev/part2pre.txt>.

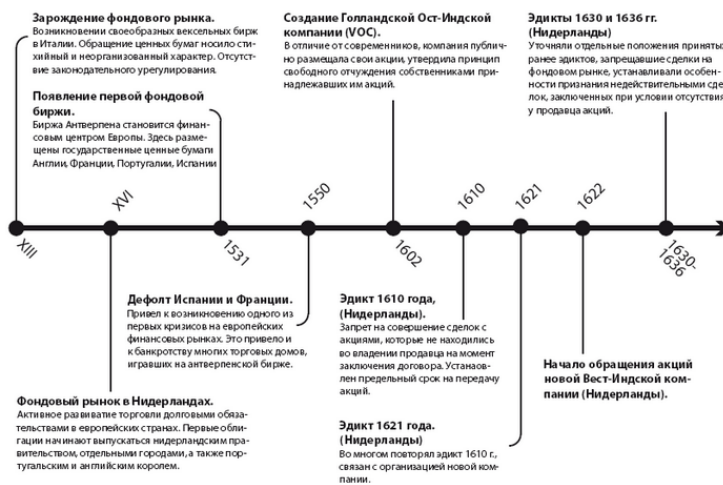
<sup>107</sup> Подробнее об этом, а также о возможных причинах несоблюдения законодательства о запрете сделок на рынке ценных бумаг см.: Stringham E. The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam // *Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 43. No. 2. 2003. P. 329.

<sup>108</sup> Petram L. O. The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700. 2011. P. 91–92. URL: <http://dare.uva.nl/document/201694>.

<sup>109</sup> Например, дело *Van Balck vs. Rotgans* (1622). По результатам его рассмотрения была установлена невозможность истребования акций у их владельца, если они учтены на его счете в регистрационной книге компании (См.: Petram L. O. The world's first stock exchange. P. 98–99).

<sup>110</sup> Petram L. O. The world's first stock exchange. P. 110–112.

## Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования.



## 2.2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках

*Бесплезность этих законов (о запрете срочных сделок), по справедливому замечанию проф. Гаттенбергера, ясно свидетельствует, что никакие законы не могут иметь значения, если противоречат действительности, и что никакое правительство не в состоянии переделать общественных явлений, если эти явления коренятся в глубине общественной организации.*

*Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры, 1879*

В XVIII веке в Европе постепенно начинают развиваться иные торговые площадки, помимо Амстердама, например, в Лондоне.

В Англии корпоративная форма получила развитие вместе с созданием на основе Королевской Хартии в 1600 году Английской Ост-Индской компании (EIC). Как отмечает Рон Харрис, вновь созданная компания, помимо статуса отдельного юридического лица, приобрела возможность выступать истцом и ответчиком в суде, иметь в собственности и отчуждать земельные участки. Также компания обладала своей собственной печатью. Структура управления компанией состояла из *Управляющего (Governor)*, *Общего Собрания (General Court)* и *Собрания Директоров (Court of Directors)*. Принцип ограниченной ответственности членов по обязательствам компании закреплен не был<sup>111</sup>.

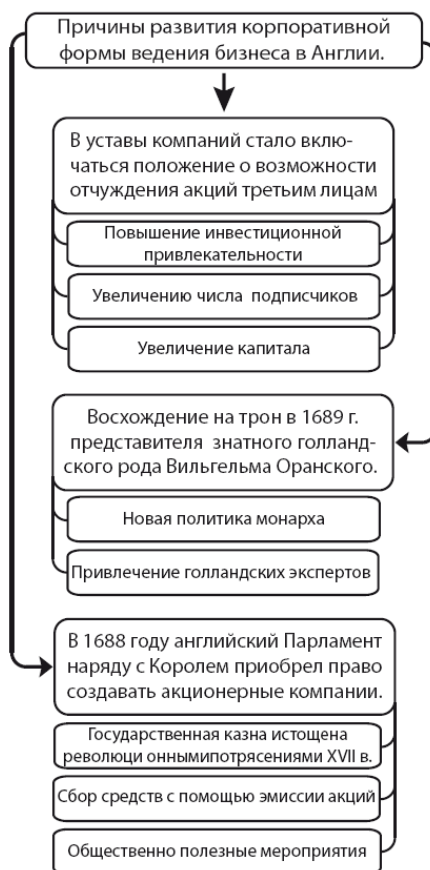
Немаловажная деталь: членами компании были не только купцы, но и иные лица, представлявшие различные слои общества (Лорд-Мэр, бакалейщики, нотариусы, скорняки и т. д.)<sup>112</sup>.

Постепенно акционерные компании стали создаваться не только в сфере морской торговли, но и в иных отраслях, требовавших привлечения значительных денежных средств.

---

<sup>111</sup> Harris Ron. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution. 2006. P. 24.

<sup>112</sup> Ibid. P.41.



На последующее развитие корпоративной формы ведения бизнеса во многом повлияли три события.

Во-первых, в уставы компаний стало включаться положение о возможности отчуждения акций третьим лицам, что повышало их инвестиционную привлекательность и вело к значительному увеличению числа подписчиков и, следовательно, капитала компаний.

Во-вторых, как отмечает Филипп Липтон, в 1688 году английский Парламент наряду с Королем приобрел право создавать акционерные компании. Государственная казна, истощенная революционными потрясениями середины XVII века, не справлялась с финансированием публичных проектов, поэтому решение проблемы лежало в создании акционерных компаний, которые, предварительно собрав средства с помощью эмиссии акций, занимались строительством дорог, улучшением речной навигации и прочими общественно полезными мероприятиями<sup>113</sup>.

В-третьих, скорее всего, на дальнейшее развитие фондового рынка в Англии повлияло восхождение на трон в 1689 году представителя знатного голландского рода Вильгельма Оранского. Очевидно, политика нового монарха и прибывшие вместе с ним голландские эксперты оказали позитивное влияние на развитие фондового рынка в Великобритании.

**К концу XVII века английский фондовый рынок характеризовался следующими чертами:**

1. Отсутствие единого нормативного регулирования (наличие разрозненных уставов корпораций, утверждаемых Королем или Парламентом, а также судебных прецедентов).

<sup>113</sup> Lipton P. The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: A Study of Institutional Change [Electronic resource]/Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation//Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation Legal Studies Research Paper Ser. No. 19. 2009. С. 15. URL: <http://ssrn.com/abstract=1413502>.

Ситуация с отсутствием единого регулирования вполне соответствовала общеевропейской практике, однако с учетом значения прецедентов в английской правовой системе именно им суждено было стать основным регулятивным механизмом фондового рынка.

2. *Торговые площадки ценными бумагами складывались стихийно, вне биржевой системы.*

Первоначально торговля ценными бумагами в Англии осуществлялась совместно с товарными активами в здании общей товарной Королевской биржи (Royal Exchange). Эта биржа была основана в 1567 году в Лондоне. В 1698 году торговцы покинули Royal Exchange и заняли свободные места на Change Alley и в расположенных в этом районе кофейнях.

3. *Постепенное расширение размещения акций среди неограниченного круга инвесторов.*

Дальнейшее развитие фондового рынка в Англии, как правило, связывают с первым широкомасштабным размещением акций – имеет место эмиссия, осуществленная в ходе создания Банка Англии в 1694 году<sup>114</sup>. Причина повышенного интереса к акциям банка заключалась в том, что средства, собранные в ходе размещения ценных бумаг, передавались государству под 8 % годовых. Акции банка пользовались огромным спросом: средства инвестировали более полутора тысяч человек. Успех первоначального размещения акций среди неограниченного круга лиц привел к стремительному росту эмиссий других компаний и, следовательно, к развитию английского фондового рынка.

К концу 1695 года на рынке торговались не только государственные обязательства, но и акции более 150 частных корпораций (все ценные бумаги назывались stocks)<sup>115</sup>.

4. *Концентрация активности на фондовом рынке преимущественно в Лондоне.*

В отличие от Голландии, где активную роль на фондовом рынке играли участники из различных регионов страны, в Англии торговля ценными бумагами концентрировалась в Лондоне. Наглядный пример: из 500 первоначальных подписчиков на акции Банка Англии около 450 проживало в Лондоне<sup>116</sup>!

5. *Использование в торговом обороте более сложных сделок, чем обычная купля-продажа ценных бумаг (например, срочные сделки).*

Постепенно в практике английских участников фондового рынка появились усложненные разновидности сделок, которые свидетельствовали о развитости отношений в рассматриваемой сфере.

6. *Появление к 1694 году на рынке ценных бумаг т. н. профессиональных участников.*

Развитие фондового рынка вело к усложнению протекавших на нем процессов. Для успешного инвестирования требовалось наличие специальных знаний. К концу XVII века уже выделяли следующие *группы профессиональных участников*<sup>117</sup>:

– **стокброкеры (stockbrokers)** совершали сделки на основании поручений клиента и за его счет;

– **стокджобберы (stockjobbers)** проводили сделки с ценными бумагами за свой счет (могли выступать и в качестве *стокброкеров*).

Первая четверть XVIII века была отмечена грандиозным ростом фондового рынка в ряде европейских стран. При этом во многом этому способствовали правительства этих государств, трансформировавшие часть государственного долга в акции вновь созданных компаний, стараясь всеми силами спровоцировать интерес к их акциям<sup>118</sup>. В частности, речь идет о французской Компании Миссисипи (la compagnie du Mississippi) и английской Компании Южных морей

<sup>114</sup> Michie R. C. The global securities market: a history. P. 28–29.

<sup>115</sup> Banner S. Op. cit. P. 24.

<sup>116</sup> Michie R. C. The London Stock Exchange: A History. Oxford, 1999. P. 16.

<sup>117</sup> Banner S. Op. cit. P. 26.

<sup>118</sup> Владельцы ценных бумаг, удостоверявших денежные обязательства государства, обменивали их на акции компании, которая наделялась государством специальным правом на торговлю с определенными территориями.

(the South Sea Company). После манипуляций с государственными обязательствами начался колоссальный рост рыночных котировок, который спровоцировал в результате падение курсовой стоимости акций в 1720 году, это привело к дестабилизации экономики и Англии, и Франции<sup>119</sup>.

Возрастание роли фондовых рынков в экономической жизни Англии привело к принятию различных **нормативных актов, которые, как и в Голландии, ориентировались на запрет определенных отношений**<sup>120</sup>, а не на улучшение их регулирования. Наиболее важными из принятых законов были следующие:

**1. Закон Парламента 1697 года, ограничивающий количество брокеров и фондовых джобберов и регулирующий их деятельность**<sup>121</sup>.

Согласно этому нормативному акту<sup>122</sup> были введены следующие правила:

- ограничено число брокеров (не более 100);
- введено лицензирование деятельности брокеров;
- установлен запрет совершать сделки за свой счет;
- закреплен максимум вознаграждения брокеров;
- ограничен временной период между заключением сделки и ее исполнением – не более трех дней.

**2. Закон о мыльных пузырях (Bubble Act) 1720 года**<sup>123</sup>.

Существуют различные точки зрения о причинах принятия этого закона<sup>124</sup>. Однако намного важнее выделить его *краеугольные положения*, затрагивавшие акционерные компании и фондовый рынок:

1) была запрещена продажа акций без предварительного создания компании на основании закона Парламента или Короны;

2) была запрещена продажа акций компаний, осуществлявших деятельность, выходящую за пределы той цели, ради достижения которой они создавались<sup>125</sup>.

Несмотря на широкую мировую известность и суровые уголовно-правовые санкции в виде лишения свободы и конфискации имущества, Bubble Act практически не исполнялся. Как отмечает Арман Дюбуа (Armand DuBois), наоборот, ограничения этого Закона привели к росту числа акционерных компаний, создаваемых не на основе Королевского или Парламентского закона (unincorporated joint stock companies)<sup>126</sup>. Долгая процедура подготовки закона отпугивала предпринимателей от традиционных акционерных компаний, заставляя обращаться к альтернативным вариантам, в частности, к unincorporated companies, которые создавались в форме партнерств (partnerships).

**3. Закон Парламента 1721 года о сделках, заключенных до падения рынка.**

<sup>119</sup> Подробнее см.: Roncal I. D., Abbo J. N. The Big Gamble: Are You Investing Or Speculating? 2009. P. 62–69.

<sup>120</sup> Данное утверждение справедливо и для иных европейских стран в рассматриваемый период.

<sup>121</sup> An Act to restrain the number and ill practice of brokers and stock jobbers.

<sup>122</sup> Подробнее см.: Banner S. Op. cit. P. 39–40.

<sup>123</sup> Полное название закона: «An Act to Restrain the Extravagant and Unwarrantable Practice of Raising Money by Voluntary Subscriptions for Carrying on Projects Dangerous to the Trade and Subjects of this Kingdom» (Закон по ограничению необычной и неоправданной практики сбора денежных средств путем подписки для выполнения проектов опасных для торговли и иных сфер Королевства).

<sup>124</sup> В иностранной литературе уже давно всерьез не рассматривается предположение о том, что Закон был принят в ответ на крах рынка ценных бумаг в 1720 году. Ведь принятие акта произошло в июне 1720 года, а снижение котировок произошло в сентябре. Также обсуждается мнение о том, что закон был принят в целях снижения количества спекулятивных сделок на рынке и в связи с лоббистскими усилиями Компании Южных морей, желавшей избавиться от конкурентов, размещавших свои акции и оттягивавших на себя часть инвестиционного капитала (Об этом см.: Banner S. Op. cit. P. 75–77; Lipton P. Op. cit. P. 19–20).

<sup>125</sup> Banner S. Op. cit. P. 76.

<sup>126</sup> DuBois A. B. The English Business Company After the Bubble Act, 1720–1800. London: Octagon Books, 1971. P. 12.

Необходимость принятия данного нормативного акта была обусловлена большим числом срочных сделок, многие участники которых не владели акциями на момент заключения договора. В условиях обвального снижения котировок одна из сторон сделки оказывалась в крайне невыгодном положении.

Покупатель, принимая на себя обязательство в июне 1720 года (цена 1 акции – 950£) купить 100 акций компании Южный морей в октябре по цене 1000 фунтов, был обязан выполнить данное условие даже, несмотря на то, что рыночная цена одной акции составляла 150£! Таким образом, в выигрыше оказывался продавец.

Закон, в частности, установил правило, согласно которому сделка признавалась ничтожной в случае, если на момент ее заключения или в течение шести дней после этого, продавец так и не стал собственником подлежащих продаже ценных бумаг.

#### **4. Закон Сэра Джона Бернарда 1734 года<sup>127</sup>.**

После катастрофических для фондового рынка событий 1720 года в парламент поступало много законодательных инициатив в данной сфере. Именно данный нормативный акт преследовал цель по улучшению регулирования рынка ценных бумаг. Вот его основные положения<sup>128</sup>:

– запрет любых видов опционов (покупатель приобрел право требовать возврата денег, переданных продавцу, иначе на стороны сделки налагался штраф 500 £);

– запрет заключения договоров, предусматривающих выплату разницы курсовой стоимости ценных бумаг. В любом случае ценные бумаги должны действительно передаваться покупателю (иначе штраф 100£);

– запрет заключения договоров купли и – продаж и акций, если продавец не имел в наличии или не являлся их владельцем;

– брокеры были обязаны вести учет всех сделок, к которым они имели отношение.

Однако этот закон, как и многие другие запретительные акты, вторгавшиеся в сферу фондового рынка, *на практике не применялся*. В то же время его принятие повлияло на дальнейшее развитие рынка. В результате введенных запретов и возможности оспаривания незаконных сделок, **большую роль стала играть репутация профессиональных участников рынка. Как следствие, возникла потребность в соответствующих механизмах саморегулирования рынка**, что позволяло бы осуществлять отсеивание недобросовестных участников рынка.

О том, что запреты законодательства игнорировались, красноречиво свидетельствует выступление члена парламента Альдермана Оливера (Alderman Oliver) в 1773 году. Это произошло во время обсуждения Парламентом вопроса о продлении действия Закона Бернарда. В частности, он сказал: «Торговля ценными бумагами дошла до такого предела, что джобберы встречают вас у каждой двери, желая знать, будете вы быком или медведем»<sup>129</sup>.

#### **5. Закон об ограничении голосования по акциям 1766 года.**

На основании данного нормативного акта в целях ограничения спекуляций ценными бумагами покупатель приобретал право голоса по ним только по прошествии 6-ти месяцев с момента их приобретения.

**Итак, политика государства по установлению запретительных мер на фондовом рынке продемонстрировала свою несостоятельность.** Причем это характерно не только для Англии, но и для других европейских стран<sup>130</sup>. Как правильно отмечал проф. Гат-

<sup>127</sup> An act to prevent the infamous practice of stock-jobbing.

<sup>128</sup> См.: Banner S. Op. cit. P. 105.

<sup>129</sup> Cobbett W., Hansard T. C. The Parliamentary history of England from the earliest period to the year 1803. Vol. XVII. A. D. 1771–1774. London, 1813. P. 794. Соответственно, быки – участники рынка, играющие на повышение курсовой стоимости ценных бумаг, медведи – на понижение.

<sup>130</sup> По словам Рэналда Мичи, действия органов государственной власти во Франции и Австрии, в том числе выражавшиеся

тенбергер, применительно к запрету срочных сделок: бесполезность подобного законодательства ясно свидетельствует, что никакие законы не могут иметь значения, если противоречат действительности, и что никакое правительство не в состоянии переделать общественных явлений, если эти явления коренятся в глубине общественной организации<sup>131</sup>.

### Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках.



в установлении запретов на фондовом рынке, также не имели успеха (Michie R. C. The global securities market: A history. P. 49).

<sup>131</sup> Цит. по: Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. СПб., 1879. С. 167.

## 2.3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века

*...до 1914 отношения между национальными правительствами и биржами преимущественно отсутствовали. Однако в конечном итоге ситуация изменилась коренным образом: правительства стали широко контролировать рынок ценных бумаг посредством фондовых бирж. Steffano Battilossi, Jaime Reis State and Financial Systems in Europe and the USA. Historical Perspectives on Regulation and Supervision in the Nineteenth and Twentieth Centuries, 2010*

Рассматриваемый период напрямую связан с укреплением роли и значения бирж как ключевого элемента рынка. Именно в это время во многих странах завершается организационное и юридическое обособление фондовых бирж от товарных бирж и от неорганизованного «уличного рынка»<sup>132</sup>. Происходит упорядочивание правил и норм о деятельности данного института. Во многих странах осуществляется перебазирование бирж в новые здания с необходимой инфраструктурой для участников рынка<sup>133</sup>.

В результате революционных событий во Франции и постоянных военных действий в континентальной Европе в начале XIX века значительно возвысился Лондон в мировой финансовой системе. Соответственно возросло и значение Лондонской фондовой биржи.

Представляется возможным выделить следующие особенности развития фондовых бирж, а с ними и рынка ценных бумаг в XIX – начале XX века:

### 1. Наличие различий в организации и регулировании фондовых бирж континентальной Европы, Великобритании и США.

Особенности регулирования бирж во многом зависели от юридических основ развития определенного государства. Например, в странах англосаксонского права (США, Англия) наблюдалась большая свобода деятельности. Фондовые биржи создавались, прежде всего, по инициативе самих участников рынка<sup>134</sup>, а не по государственной воле.

В странах континентальной Европы, наоборот, были сильны традиции по четкой регламентации деятельности бирж нормативными актами и вмешательству государства в их деятельность<sup>135</sup>.

По мнению некоторых исследователей, подобная политика вела к возникновению альтернативных площадок для осуществления торговли на рынке ценных бумаг, так как условия, установленные на официальных биржах (плата за участие в торгах, размер комиссии за сделки), не устраивали многих участников<sup>136</sup>.

Правовая система, а также особенности возникновения и дальнейшего развития фондового рынка накладывали свой отпечаток и на организацию биржевых институтов. Например, правовой статус фондовых бирж в США

<sup>132</sup> В частности, в 1801 году создается Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange), в этом же году происходит официальное оформление статуса. В этом же году после долгого периода, вызванного Французской революцией, открывается Парижская биржа (Societe des Bourses Francaises – Paris Bourse.), осуществлявшая торговлю ценными бумагами. С 1817 года ведет свою историю и Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange – NYSE). В 1831 году открывается Мадридская фондовая биржа (Bolsa de Madrid).

<sup>133</sup> Например, Парижская биржа в 1827 году переехала в отдельное специально спроектированное здание.

<sup>134</sup> Например, как в случае с созданием Нью-Йоркской фондовой биржи, учрежденной на основе соглашения крупнейших участников рынка.

<sup>135</sup> Силин Н. Д. Что такое биржа? // Банковская энциклопедия. 1917.

<sup>136</sup> Michie R. C. The global securities market: A history. P. 71–73.

был крайне не определен. Они даже не обладали статусом юридического лица. Исследователями и в судебной практике XIX – начала XX веков отмечалось, что они имели схожие черты как с корпорациями, так и с партнерствами<sup>137</sup>.

В связи с неопределенностью юридического статуса бирж в США их членами было принято решение (NYSE в 1863 году, а затем фондовой биржей в Сан-Франциско) создавать специальные юридические лица, которые становились бы владельцами недвижимого имущества, необходимого для функционирования бирж<sup>138</sup>.

Таким образом, именно в XIX веке наиболее серьезно проявилось различие в особенностях регулирования<sup>139</sup> и внутренней организации институтов фондового рынка, что наряду с прочими факторами способствовало формированию различных моделей фондового рынка.

## **2. Отсутствие единого нормативного акта, регламентирующего все основные сферы деятельности фондовых бирж.**

Как уже отмечалось выше, в США и Великобритании фондовые биржи действовали на базе принципов саморегулирования, и государство не вмешивалось во внутреннюю организацию их деятельности. Однако и в европейских странах не везде наблюдалось единство подходов к нормативному регулированию фондовых бирж.

По оценкам отдельных исследователей, к концу XIX века существовало только два государства, в которых действовали законы, регулирующие все стороны функционирования бирж: Австрия и Германия. В этой связи особо выделяют Имперский закон Германии от 22 июня 1896 года «О бирже»<sup>140</sup>.

В рассматриваемый период возрастает значение обычаев делового оборота, формирующихся на фондовых рынках. Причем это характерно для различных государств, как отличающихся наличием единых нормативных актов о фондовых биржах, так и не имеющих таковых. Например, в США в середине XIX века довольно бурно обсуждался вопрос о том, стоит ли признавать подобные обычаи (customs), распространенные среди участников рынка, в качестве источника права<sup>141</sup>. Только к 1860 году в Нью-Йорке суды стали приравнивать к закону обычаи делового оборота, сложившиеся на фондовом рынке<sup>142</sup>. Если обратиться к германскому опыту, то можно обнаружить<sup>143</sup>, что у каждой биржи имелись самостоятельно выработанные правила, по своей сути являющиеся нормами обычного торгового права<sup>144</sup>.

Особый интерес представляет **германский опыт правового регулирования фондовых бирж**. Упомянутый закон о бирже появился как результат анализа сложившихся отношений в сфере фондового рынка, обобщения пожеланий экспертного сообщества и практикующих работников. Данный анализ был проведен специально созданной в 1891 году Имперской

<sup>137</sup> Dos Passos J. A treatise on the law of stock-brokers and stock-exchanges. 2nd ed. N. Y., 1905. P. 20–21.

<sup>138</sup> Ibid. P. 35–36.

<sup>139</sup> Подробнее о сравнительном анализе правового регулирования фондового рынка различных европейских стран конца XIX – начала XX века см., например: Burhop C., Chambers D., Cheffins B. Is Regulation Essential to Stock Market Development? Going Public in London and Berlin, 1900–1913/MPI Collective Goods Preprint. No. 2011/15. URL: <http://ssrn.com/abstract=1892784>; Gibson G. R. The stock exchanges of London, Paris, and New York: a comparison. N. Y.: G. P. Putnam, 1889. 125p.

<sup>140</sup> Stillich Dr. O. Фондовые биржи в Германии // Банковая энциклопедия. С. 125.

<sup>141</sup> Например, как квалифицировать сделку по приобретению ценных бумаг от имени брокера, хотя на самом деле он действует от имени своего клиента.

<sup>142</sup> Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 246–247.

<sup>143</sup> Подробнее см.: Stillich Dr. O. Указ, соч. // Банковая энциклопедия. С. 127–128.

<sup>144</sup> Например, обычаи берлинской фондовой биржи можно было разделить на следующие разделы: общие условия (например, спорные дела и третейский суд), особые условия для сделок за наличный расчет, особые условия для срочных сделок, денежные ссуды, биржевой курс, особые условия для ценных бумаг (внешний вид, состояние и т. п.), особые условия для прочих биржевых ценностей (например, иностранных банкнот).

Комиссией. Результатом ее работы стал подробный отчет, на основе которого и был составлен законопроект<sup>145</sup>. Следует отметить, что, по мнению Dr. O. Stillich, жесткое государственное регулирование государством сферы биржевой торговли в Германии было вызвано целым рядом случаев манипулирования ценами на товарных рынках (пшеница, кофе, сахар) и рынке ценных бумаг (растрата банкирами ценных бумаг, отданных на хранение)<sup>146</sup>.

Согласно требованиям закона, немецкие биржи действовали на основании специальных уставов, отличавшихся особой многоступенчатой процедурой принятия. На первом этапе происходило принятие устава со стороны органа, являющегося контрольным по отношению к бирже: в Пруссии это торговая палата, в саксонских городах (Лейпциг, Дрезден) – сами советы бирж. На втором этапе происходило утверждение устава местным правительством.

Биржевые уставы регулировали вопросы управления, виды операций, совершаемых на бирже, также определяли перечень активов, допускаемых к обращению на бирже: монеты, векселя, иные ценные бумаги.

Органы биржи разделялись на две группы:

1) органы правительства:

- биржевой совет (Börsenausschuss);
- наблюдательные инстанции (правительства и торговые палаты);
- правительственный комиссар.

2) органы биржи:

- правление биржи (Börsenvorstand);
- комитет по допущению бумаг к котировке (Zulassungsstelle);
- курсовые маклеры и палаты маклеров (Kursmakler и Maklerkammern);
- суд чести (Ehrengericht);
- третейский суд (Schiedsgericht).

### **3. Усиление влияния государства на рынок ценных бумаг.**

Государство не только продолжает оставаться активным эмитентом на фондовом рынке, активизируя выпуск ценных бумаг в случае необходимости финансирования военных кампаний, но и предпринимает попытки усилить государственный контроль на фондовом рынке.

Известно, что именно публичные образования оказывали серьезное влияние на развитие торговли на фондовых биржах, несмотря на то, что доля корпораций в общем объеме эмитируемых ценных бумаг постепенно возрастала<sup>147</sup>. Активное участие на фондовом рынке начинают играть и муниципальные образования.

Например, в США особое значение для экономики страны приобрели т. н. муниципальные облигации (municipal bonds)<sup>148</sup>. Бурное использование данных ценных бумаг местными органами власти началось после окончания Гражданской Войны 1861–1865 годов. При этом руководство многих территорий (особенно западных) инициировало эмиссию муниципальных облигаций с многочисленными нарушениями, что

<sup>145</sup> Подробнее см.: Emery H. Crosby Speculation on the stock and produce exchange of the United States. N. Y., Columbia University, 1896. P. 223–226.

<sup>146</sup> В настоящем разделе описание особенностей правового регулирования фондовых бирж основано на работе Stillich Dr. O. Указ, соч.//Банковская энциклопедия. С. 125–129.

<sup>147</sup> Например, к 1853 году общая стоимость ценных бумаг, обращающихся на Лондонской фондовой бирже, достигла £ 1,2 миллиарда. Из этой суммы 70 % приходилось на государственные ценные бумаги, а 25 % – на ценные бумаги частных компаний (данные приведены по: Michie R. C. The global securities market: A history. P. 75).

<sup>148</sup> См. подробнее: Burhans J. A. The Law of Municipal Bonds. Chicago, 1889. P. 2–6.

выражалось в превышении размера выпуска над активами муниципального образования, неопределенности целей выпуска и т. п. Из-за специфики правовой системы в США (прецедентное право, особенности местного самоуправления) на практике остро вставали различные вопросы. В частности, означает ли право муниципального образования осуществлять определенные полномочия (например, строительство объектов городской инфраструктуры) наличие у него специального права на выпуск облигаций<sup>149</sup>?

Кроме этого, в рассматриваемый период во многих странах государственные органы начинают активнее вмешиваться в процессы, происходящие на фондовом рынке, так как их роль в экономике значительно возрастает. Существует точка зрения, что даже принятие нового немецкого законодательства о бирже было вызвано во многом стремлением правительства улучшить условия для осуществления государственных займов на рынке ценных бумаг<sup>150</sup>.

#### **4. Рост числа ценных бумаг, выпускаемых корпорациями в большинстве развитых стран, сопровождался отменой разрешительной системы создания компаний.**

Значительное влияние на развитие акционерных компаний в Европе оказала тенденция замены разрешительной системы создания компаний на явочную, наметившаяся в середине XIX столетия. Например, в Англии это произошло в 1844-м году, во Франции – в 1867-м, в Германии – в 1870-м.

Таким образом, в конце XIX века в Европе утвердилась принципиально иная система создания акционерных обществ. Для этого не требовалось особого разрешения правительства или монарха, достаточно было принять устав компании, разработанный в соответствии с законом, и предоставить его в **учреждение регистратуры**, действующее при одном из центральных правительственных учреждений. В Англии при департаменте торговли, в Пруссии при министерстве торговли, во Франции при коммерческом суде. Правительственное разрешение требовалось только в Италии и России<sup>151</sup>.

#### **5. Увеличение числа фондовых бирж, а также иных торговых площадок.**

Рост числа акционерных компаний, непрекращающаяся эмиссионная активность государства на рынке ценных бумаг и увеличение числа инвесторов вело к созданию большого количества фондовых бирж. Данная тенденция наблюдалась во многих развитых странах. Например, в США во время гражданской войны происходит резкий рост оборотов на бирже из-за повышения государственных заимствований. При этом в Нью-Йорке происходит увеличение числа фондовых бирж в связи с отказом администрации Нью-Йоркской фондовой биржи принимать в свой состав новых членов. В 1869 году происходит объединение NYSE<sup>152</sup> и новой биржи The open board of brokers. В результате этого происходит серьезное изменение организационных основ биржи: полномочия по управлению и принятию правил осуществления биржевой торговли перешло от общего собрания членов биржи к особому выборному комитету<sup>153</sup>.

В Великобритании также был отмечен рост операций на региональных фондовых биржах, например, в Манчестере, Глазго и в Эдинбурге. При этом число таких бирж выросло с 11 в 1882 году до 22 в 1914<sup>154</sup>.

<sup>149</sup> Например, Верховный Суд США в своем решении по делу *Claiborne Co. (Tenn.) v. Brooks*, in U.S. 400 (1884) четко указал, что муниципальные образования вправе осуществлять эмиссию ценных бумаг только в случаях прямо указанных в законодательстве.

<sup>150</sup> Кардашев В. П. Фондовые биржи в России // Банковская энциклопедия. С. 205.

<sup>151</sup> Проект Положения об акционерных обществах с объяснительной к нему запиской. СПб., 1872. С. 43–45.

<sup>152</sup> Носит это название с 1863 года.

<sup>153</sup> Смирнов А. М. Фондовые биржи в Северо-Американских Соединенных Штатах // Банковская энциклопедия. С. 170.

<sup>154</sup> Cheffins B. R. *Corporate ownership and control. British business transformed*. Oxford University Press, 2010. P. 176.

Фондовые биржи появляются в целом ряде европейских стран, прежде не принимавших активное участие в развитии рынка ценных бумаг. Например, в Швейцарии<sup>155</sup> биржи возникают в Женеве (1850), Цюрихе (1875) и в Базеле (1876).

Помимо официальных бирж, во всем мире действовали неофициальные или «негласные биржи» (Winkelbörse)<sup>156</sup>. Они были необходимы для того, чтобы завершить сделки, начатые на биржах и прерванные в связи с ограниченным временем их работы. Например, в конце XIX века в Париже такая торговая площадка была расположена в ресторане «Tortonia», другая в Пассаж du Panorama, в Амстердаме – под названием Effectensociëtat, в Гамбурге – Börsenhalle. Во избежание манипулирования курсовой стоимостью ценных бумаг государство боролось с негласными биржами, их деятельность, как правило, запрещалась.

Резкому увеличению числа фондовых бирж способствовало и развитие науки и техники. Именно изобретение и внедрение в деловую практику **телеграфной связи**

---

<sup>155</sup> Cassis Y. Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres 1780–2009. Cambridge University Press, 2010. P. 70.

<sup>156</sup> Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. СПб., 1879. С. 10.

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.