



**Ольга Михайловна
ШЕВЧЕНКО,**

доцент кафедры
предпринимательского
и корпоративного права
Университета имени
О.Е. Кутафина (МГЮА),
кандидат юридических
наук, доцент
omishevchenko@msal.ru
125993, Россия, г. Москва,
ул. Садовая-Кудринская, д. 9

Правовое регулирование института ценных бумаг в контексте интеграции новых регионов России¹

Аннотация. До вхождения в состав Российской Федерации Донецкая и Луганская Народные Республики уже имели собственный, ориентированный на Россию опыт правового регулирования в сфере финансового рынка, а Запорожская и Херсонская области переходят в российское правовое поле непосредственно от права Украины. Украинское законодательство, ориентированное на право Европейского союза, предусматривает более широкий круг эмиссионных ценных бумаг, чем российское, оно также более четкое и структурированное, поэтому инвестор на рынке ценных бумаг, по мнению автора, будет более комфортно себя чувствовать в украинском правовом поле, нежели в российском. Однако в России более длительный опыт правового регулирования современных инструментов фондового рынка и применения соответствующих норм. Эффективной интеграции новых регионов в российское правовое поле способствовало бы упорядочение в нашей стране правовых норм, касающихся института ценных бумаг.

Ключевые слова: фондовый рынок, рынок капитала, новые регионы, интеграция, финансовые инструменты, ценные бумаги, эмиссия, баланс интересов.

DOI: 10.17803/2311-5998.2024.120.8.090-098

Olga M. SHEVCHENKO,

Associate Professor of the Entrepreneurial and Corporate Law Department
of the Kutafin Moscow State Law University (MSAL),
Cand. Sci. (Law), Associate Professor
omishevchenko@msal.ru
9, ul. Sadovaya-Kudrinskaya, Moscow, Russia, 125993

Legal regulation of the securities institute in the context of integration of new regions of Russia

Abstract. Before joining the Russian Federation, the Donetsk and Lugansk People's Republics already had their own, Russia-oriented, experience in legal regulation in the financial market. The Zaporozhye and Kherson regions are moving into the Russian legal field directly from the law of Ukraine. The Ukrainian legislation, focused on the law of the European Union, provides for a wider range of equity securities than the Russian one, it is also clearer and more structured, therefore, an investor in the securities market, according to the author, will feel more comfortable in the Ukrainian legal field than in the

¹ Исследование выполнено в рамках программы академического стратегического лидерства «Приоритет-2030».

Russian one. However, Russia has a longer experience of legal regulation of modern stock market instruments and the application of relevant norms. The effective integration of new regions into the Russian legal field would be facilitated by the streamlining of legal norms in our country concerning the institution of securities.

Keywords: *stock market, capital market, new regions, integration, financial instruments, securities, issue, balance of interests.*

После вхождения в состав Российской Федерации Донецкой Народной Республики, Луганской Народной Республики, Запорожской области и Херсонской области (далее — новые регионы) остро встал вопрос их интеграции в российское правовое поле. Критически важным в настоящее время является развитие реального сектора экономики², привлечение инвестиций в который осуществляется посредством эмиссии ценных бумаг — главным образом акций и облигаций. Необходимо эффективное регулирование их выпуска и обращения, когда обеспечивается баланс публичных интересов государства и частных интересов инвесторов³. При этом должна учитываться специфика экономики новых регионов, подорванной военными действиями, ведущимися на их территориях.

Поскольку выпуск и обращение ценных бумаг отнесены к предмету ведения Российской Федерации, для новых регионов стоит задача воспринять российское право, регулирующее указанные вопросы⁴.

Следует учитывать различия в статусе территорий новых регионов: два из них входят в состав Российской Федерации в статусе республик (ДНР, ЛНР), а два других — в статусе областей (Запорожская область, Херсонская область). На процесс интеграции новых субъектов РФ в российское правовое поле влияют и такие факторы, как наличие у двух новых регионов (ДНР, ЛНР) опыта самостоятельного (отдельного от Украины) правового регулирования отношений в финансовой сфере, ориентированного на российское право, и отсутствие такого опыта у двух других новых регионов (Запорожской и Херсонской областей). Соответственно, различаются и подходы к исследованию самого процесса интеграции: рассматривая переход в российское правовое поле ДНР и ЛНР, нужно сопоставлять нормы российского законодательства и правовые нормы ДНР и ЛНР, в то время как при исследовании интеграции Запорожской и Херсонской областей следует сравнивать правовые нормы РФ и Украины.

² О понятии и проблемах правового регулирования реального сектора экономики см.: Право и реальный сектор экономики России : монография / под общ. ред. И. В. Ершовой, В. А. Лаптева. М. : Проспект, 2024.

³ Подробнее об этом см.: Левушкин А. Н. Обеспечение баланса интересов граждан, предпринимателей и публично-правовых образований как участников инвестиционных правоотношений на рынке ценных бумаг // Юрист. 2022. № 6. С. 29—36.

⁴ Подробнее о системе источников правового регулирования РЦБ см.: Шевченко О. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций : учебник. М. : Проспект, 2021. С. 20—30.



В данной статье рассмотрим сходства и отличия законодательства России и Украины в части регулирования института ценных бумаг.

Виды ценных бумаг, признаваемых таковыми по законодательству Украины, перечислены в Законе Украины от 23.02.2006 № 3480 (в редакции Закона от 19.06.2020 № 738; далее — Закон Украины № 738) «О рынках капитала и организованных товарных рынках» (далее — Закон Украины № 3480⁵). Ранее данный Закон назывался «О ценных бумагах и фондовом рынке». Новая редакция с новым названием действует с 1 июля 2021 г.

Основной целью Закона Украины № 738, с принятием которого была проведена масштабная реформа регулирования рынка капитала, включающего рынок ценных бумаг (РЦБ), являлось приведение украинского законодательства в соответствие с европейскими и международными нормами⁶. Базой для разработки Закона Украины № 738, как указывается в самом тексте, был целый ряд европейских и международных нормативных актов.

В настоящее время на Украине отношения на РЦБ регулируются базовым Законом Украины № 3480, но в отношении отдельных видов ценных бумаг действуют специальные законы, например, «Об обращении векселей в Украине», «Об институтах совместного инвестирования»).

В статье 8 Закона Украины № 3480 приводится подробная классификация ценных бумаг.

1. По порядку размещения или выдачи ценные бумаги подразделяются на эмиссионные (ЭЦБ) или неэмиссионные.

К ЭЦБ в украинском законодательстве относятся 16 видов ценных бумаг⁷. Для сравнения: в российском праве ЭЦБ только 4 вида: акции, облигации, опционы эмитента и российские депозитарные расписки, если не считать отдельно выделяемых «ценных бумаг иностранных эмитентов».

В России, в отличие от Украины, к ЭЦБ не относятся депозитные сертификаты банков и инвестиционные паи (на Украине — инвестиционные сертификаты, регулируемые ст. 21 Закона Украины № 3480). Определенная логика в отнесении указанных ценных бумаг к ЭЦБ по украинскому праву существует, поскольку все эти виды ценных бумаг вводятся в оборот массово, серийно. При этом определенной спецификой обладают имущественные фонды, за счет которых осуществляется исполнение обязательств по инвестиционным паям и депозитным сертификатам.

⁵ URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12429869> (дата обращения: 29.04.2023).

⁶ URL: https://www.golovbukh.ua/article/ru/8511-uproshchenie-privlecheniya-investitsiy-i-vnedrenie-novyh-finansovyh-instrumentov-obzor?from=Rubrcontentblock_articles (дата обращения: 14.04.2023).

⁷ В частности, ЭЦБ согласно украинскому праву, являются известные российскому законодательству акции (при этом в законе Украины отдельно выделяются акции корпоративных инвестиционных фондов), корпоративные облигации, облигации местных займов, государственные облигации Украины, облигации международных финансовых организаций, ипотечные облигации, депозитарные расписки. Кроме того, к ЭЦБ на Украине отнесены: депозитные сертификаты банков, сертификаты фондов операций с недвижимостью), инвестиционные сертификаты, государственные деривативы, казначейские обязательства Украины, опционные сертификаты, фондовые варранты, кредитные ноты.

В случае с инвестиционными паями имеют место отношения доверительного управления между обязанным по ним лицом (управляющей компанией) и правообладателями (пайщиками), а в случае с депозитными сертификатами отношения между обязанным лицом (кредитной организацией) и управомоченным лицом представляют собой договор банковского вклада с особым режимом внесенных вкладчиками денежных средств.

Таким образом, в украинском праве понятие ЭЦБ носит более общий характер, чем в российском, и ЭЦБ приравниваются к массово выпускаемым на рынок ценным бумагам. В российском праве ЭЦБ — это лишь один из видов массово выпускаемых ценных бумаг, и они обладают более специфическими признаками, главным из которых является особая процедура введения их в оборот, именуемая эмиссией (п. 1 ст. 19 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»⁸ (далее — Закон о РЦБ)).

Кроме того, российскому законодательству неизвестны такие виды ЭЦБ, как государственные деривативы, кредитные ноты, опционные сертификаты, сертификаты фондов операций с недвижимостью.

Деривативы (они же производные финансовые инструменты) по российскому праву не бывают государственными и вообще не относятся к ценным бумагам, а признаются специфическими видами договоров на финансовом рынке.

Украинские фондовые варранты по характеру предоставляемых ими прав охватывают российские опционы эмитента, однако могут предоставлять их владельцам не только права на приобретение акций, но и права на приобретение облигаций эмитента в срок и по цене, определенной проспектом (решением об эмиссии) фондовых варрантов. В отличие от украинского регулирования фондовых варрантов, российское законодательство в отношении опционов эмитента не предусматривает возможность их погашения путем уплаты их стоимости, определенной в установленном сторонами порядке в качестве альтернативы передачи ценных бумаг.

Таким образом, украинское законодательство предусматривает более широкий круг ЭЦБ, чем российское; имеют место несоответствия между законодательством России и Украины в отнесении/неотнесении отдельных ценных бумаг к категории эмиссионных.

2. В зависимости от формы в Законе Украины № 3480 (ч. 3 ст. 8) выделяются ценные бумаги:

- электронные (прежнее название их было такое же, как в России, — бездокументарные), они существуют только как электронные учетные записи по счету в системе депозитарного учета ценных бумаг (депозитариум), таковыми являются акции и некоторые другие виды ЭЦБ;
- бумажные (прежнее название, соответствовавшее российскому, — документарные), выпускающиеся в виде документа, оформленного на материальном носителе, который содержит наименование вида ценной бумаги, а также определенные законодательством реквизиты (например, вексель).

3. По форме выпуска (выдачи) ценные бумаги, согласно Закону Украины № 3480, как в России, могут быть на предъявителя, именные либо ордерные.

⁸ СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.



В отличие от российского законодательства, на Украине данная классификация применима не только к документарным (бумажным) ценным бумагам, но и к электронным. Исключительно в бумажной форме могут существовать только ордерные ценные бумаги (п. 5 ст. 8 Закона Украины № 3480).

ЭЦБ на Украине могут быть по форме выпуска исключительно именными или на предъявителя (в России ЭЦБ юридических лиц в настоящее время могут выпускаться только как бездокументарные, а государственные (муниципальные) облигации согласно ст. 121.2 БК РФ могут быть бездокументарными либо документарными).

Именные ЭЦБ на Украине могут выпускаться исключительно в электронной форме (в России бездокументарные ЭЦБ не считаются именными).

Значительное отличие между российским и украинским правом — подход законодателя к определению предъявительской формы ценной бумаги. В России предъявительская форма является строго документарной (бумажной) и предполагает предъявление соответствующей бумаги для осуществления прав. На Украине, напротив, ЭЦБ на предъявителя могут существовать в бумажной и электронной формах, при этом ЭЦБ на предъявителя, существующие в электронной форме, не могут быть переведены в бумажную форму. Согласно Закону Украины № 3480 права на ценную бумагу и права по ценной бумаге, существующей в электронной форме, принадлежат владельцу счета в ценных бумагах, открытого в депозитарном учреждении, или другому лицу в установленных законодательством случаях.

Таким образом, владелец электронной предъявительской ценной бумаги на Украине все-таки фиксируется в системе депозитарного учета, что вступает в противоречие с классическим пониманием предъявительской формы ценной бумаги как документарной, при которой владелец в документе не обозначается, а осуществлять права может любое лицо, в фактическом обладании которого находится данная бумага, что значительно облегчает оборот таких ценных бумаг.

Согласно Закону Украины № 3480 (п. 4 ст. 8) основное отличие между электронной именной и электронной предъявительской ценными бумагами состоит в том, что эмитент ценных бумаг на предъявителя не имеет права на получение из системы депозитарного учета ценных бумаг информации о владельцах таких ценных бумаг в любой форме, кроме случаев, предусмотренных Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку, а эмитент именных ценных бумаг имеет право на получение из системы депозитарного учета ценных бумаг информации о владельцах таких ценных бумаг в форме реестра владельцев именных ценных бумаг.

Следовательно, мы видим, что в праве Украины произошел отход от общих для российского и украинского права концепций теории ценных бумаг, заимствованных из германского права еще дореволюционной Россией⁹, в то время как в российском праве приверженность классической теории документарных ценных бумаг продолжает сохраняться.

⁹ Наиболее полное изложение классической теории ценных бумаг, основанной на германском праве, см.: *Азарков М. М.* Основы банковского права: курс лекций ; Учение о ценных бумагах: науч. исслед. 3-е изд., стер. М. : Волтерс Клувер, 2005. С. 160—325.

Еще одна содержащаяся в Законе Украины № 3480 (п. 7 ст. 8) классификация ценных бумаг состоит в отнесении их к определенным группам в зависимости от специфики правоотношений, основанных на ценной бумаге (см. таблицу).

Группы ценных бумаг по украинскому праву

№ п/п	Наименование группы ценных бумаг	Удостоверяемые права	Виды ценных бумаг соответствующей группы
1	Паевые ценные бумаги	Право собственника в уставном капитале, управлении эмитентом, получении части дохода или имущества при ликвидации эмитента	Акции, инвестиционные сертификаты, сертификаты фонда операций с недвижимостью (ФОН), акции корпоративного инвестиционного фонда
2	Долговые ценные бумаги	Отношения займа предусматривают обязательство эмитента уплатить в определенное время средства, передать товары или предоставить услуги	Корпоративные облигации, государственные облигации Украины, облигации местных займов, казначейские обязательства Украины, сберегательные (депозитные) сертификаты, векселя, облигации международных финансовых организаций, облигации Фонда гарантирования вкладов физических лиц
3	Ипотечные ценные бумаги	Право собственника на получение положенных ему средств, выпуск таких ценных бумаг обеспечен ипотечным покрытием (ипотекой)	Ипотечные облигации, закладные
4	Деривативные ценные бумаги	Право владельца требовать от эмитента приобретения или продажи базового актива и (или) реализации прав в отношении базового актива, и (или) осуществления платежа в зависимости от значения базового показателя	Опционные сертификаты, фондовые варранты, кредитные ноты, депозитарные расписки, государственные деривативы
5	Товарораспорядительные ценные бумаги	Предоставляют их держателю право распоряжаться имуществом (товаром), указанным в документах	Коносамент, удостоверяющий принятие груза на морскую перевозку, простое складское свидетельство, двойное складское свидетельство



Приведенная в таблице классификация в целом соответствует общепринятому в экономике выделению групп ценных бумаг в зависимости от их назначения. В российском праве данная классификация в законодательство не включена.

Если сопоставить российское и украинское регулирование фондового рынка в части определения системы ценных бумаг, то украинское регулирование представляется более четким и последовательным, поскольку все основные классификации ценных бумаг приведены в одном законе.

В качестве недостатков и российского, и украинского законодательства следует отметить отсутствие в обеих странах единого нормативного акта, на основании которого можно было бы определить все виды ценных бумаг, признаваемых таковыми законом, что существенно затрудняет правоприменение в данной сфере. Тем не менее украинский законодатель продвинулся в данном вопросе гораздо дальше российского, поскольку большинство эмиссионных и неэмиссионных ценных бумаг определены в Законе Украины № 3480, где им посвящены отдельные статьи (отсутствует только регулирование товарораспорядительных ценных бумаг, а также некоторых иных ценных бумаг, например, сертификатов ФОН).

В российском Законе о РЦБ даются лишь определения ЭЦБ (акций, облигаций, опционов эмитента и российских депозитарных расписок), при этом определения остальных ценных бумаг разбросаны по множеству других федеральных законов. Кроме того, в отличие от Закона Украины № 3480 в российском Законе о РЦБ отсутствует важный для уяснения системы ценных бумаг раздел, посвященный видам ценных бумаг и их классификации.

Что касается классификации ценных бумаг на электронные и бумажные по законодательству Украины, то она представляется более понятной, чем выделение бездокументарных и документарных ценных бумаг по российскому законодательству. Как нами неоднократно отмечалось в научных публикациях¹⁰, термин «бездокументарная» в российском законодательстве подразумевает как права, учитываемые путем электронных записей по счетам (акции, бездокументарные облигации, цифровые свидетельства и др.), так и документы в электронной форме (электронные закладные), а это две совершенно разные формы ценных бумаг. К тому же нелогично называть электронный документ бездокументарной ценной бумагой.

В то же время классификация по украинскому законодательству электронных ценных бумаг на именные и предъявительские (от которой Россия отказалась при реформировании гл. 7 ГК РФ в 2013 г., оставив разделение на именные, ордерные и предъявительские только для документарных ценных бумаг) представляется нецелесообразной, вносящей путаницу в систему ценных бумаг.

Таким образом, действующее украинское законодательство о ценных бумагах, несмотря на некоторые его недостатки, по сравнению с российским, более четкое и структурированное, и инвестор будет более комфортно себя чувствовать в

¹⁰ См.: *Шевченко О. М.* Влияние новых технологий на развитие законодательства о рынке ценных бумаг // Актуальные проблемы российского права. 2022. № 11. С. 79—81 ; *Ее же.* Актуальные проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций // Социально-экономическое развитие и качество правовой среды : сборник докладов VIII Московского юридического форума : в 5 ч. М. : Издательский центр Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА), 2021. Ч. 3. С. 86—90.

украинском правовом поле, нежели в российском. Соответственно, субъекты из Запорожской и Херсонской областей при переходе в российское правовое поле столкнутся с трудностями по уяснению и освоению сложной системы российского регулирования РЦБ. Более уверенно будут себя ощущать субъекты из ДНР и ЛНР, поскольку в данных республиках с 2014 г. уже был опыт самостоятельного нормотворчества в сфере РЦБ, ориентированного на российское право.

При всех достоинствах действующего украинского законодательства в сфере РЦБ многие важные институты фондового рынка, уже давно известные российскому праву, на Украине были введены впервые только Законом Украины № 738. Учитывая сроки вступления в действие положений данного Закона (в основной своей части Закон вступил в силу с 01.07.2021, отдельные положения — с 16.08.2020, часть положений — с 01.01.2022 и с 01.01.2023), очевидно, что устойчивая практика применения этих институтов к настоящему времени еще не могла быть наработана. Следовательно, данные институты являются новыми для участников фондового рынка Украины, в отличие от России, где по их применению уже сформировалась определенная практика.

И в российском, и в украинском законодательстве о РЦБ имеются как достоинства, так и недостатки. При этом более эффективной интеграции новых регионов в российское правовое поле способствовало бы упорядочение в нашей стране правовых норм, касающихся института ценных бумаг¹¹. Это привело бы к сбалансированию частных и публичных интересов участников правоотношений, возникающих на РЦБ.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. *Азарков М. М.* Основы банковского права : курс лекций ; Учение о ценных бумагах. — 3-е изд., стер. — М. : Волтерс Клувер, 2005. — 327 с.
2. *Левушкин А. Н.* Обеспечение баланса интересов граждан, предпринимателей и публично-правовых образований как участников инвестиционных правоотношений на рынке ценных бумаг // Юрист. — 2022. — № 6. — С. 29—36.
3. *Лубягина Д. В.* Влияние цифровизации на развитие финансовых инструментов фондового рынка России: правовые аспекты // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). — 2020. — № 7. — С. 83—89.
4. *Олейник Е. В.* Цифровизация корпоративного права: современные тенденции // Гражданское право. — 2023. — № 4. — С. 32—36.
5. *Право и реальный сектор экономики : монография / под общ. ред. И. В. Ершовой, В. А. Лаптева.* — М. : Проспект, 2024. — 480 с.

¹¹ Об актуальных правовых проблемах российского законодательства в сфере рынка ценных бумаг см., например: *Лубягина Д. В.* Влияние цифровизации на развитие финансовых инструментов фондового рынка России: правовые аспекты // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2020. № 7. С. 83—89, 103 ; *Шевченко О. М.* Правовая природа акций, выпускаемых в виде цифровых финансовых активов // Предпринимательское право. 2022. № 1. С. 75—80 ; *Олейник Е. В.* Цифровизация корпоративного права: современные тенденции // Гражданское право. 2023. № 4. С. 32—36.



6. *Шевченко О. М.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций : учебник. — М. : Проспект, 2021. — 456 с.
7. *Шевченко О. М.* Правовая природа акций, выпускаемых в виде цифровых финансовых активов // Предпринимательское право. — 2022. — № 1. — С. 75—80.
8. *Шевченко О. М.* Влияние новых технологий на развитие законодательства о рынке ценных бумаг // Актуальные проблемы российского права. — 2022. — № 11. — С. 79—81.
9. *Шевченко О. М.* Актуальные проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций // Социально-экономическое развитие и качество правовой среды : сборник докладов VIII Московского юридического форума : в 5 ч. — М. : Издательский центр Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА), 2021. — Ч. 3. — С. 86—90.