

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ КАК ПРЕДМЕТ ИЗУЧЕНИЯ И ПРЕПОДАВАНИЯ В ЮРИДИЧЕСКОМ ВУЗЕ

Аннотация. Отношения на рынке ценных бумаг и рынке коллективных инвестиций пересекаются, но полностью не совпадают. Ввиду показанной автором тесной взаимосвязи данных рынков целесообразно изучать их в рамках одной дисциплины — «Рынок ценных бумаг и коллективных инвестиций». При этом рынок коллективных инвестиций требует всестороннего исследования в российской юридической науке. В России ряд институтов рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций неоднозначно интерпретируются в юридической и экономической науках, отличаются объемным и неструктурированным правовым регулированием. Для эффективного преподавания указанной дисциплины необходимо использование постоянно актуализируемых электронных учебных пособий, схем и таблиц, разбора казусов, интерактивных приемов обучения.

Ключевые слова: финансовый рынок, рынок ценных бумаг, рынок коллективных инвестиций, инвестиционные фонды, ценные бумаги, педагогическая деятельность, юриспруденция, высшее образование, вуз.



**Ольга Михайловна
ШЕВЧЕНКО,**

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

DOI: 10.17803/2311-5998.2018.43.3.071-078

O. M. SHEVCHENKO,

PhD in Law, Associate Professor of the Business and Corporate Law Department
of the Kutafin Moscow State Law University (MSAL)

shevchenko-olga@list.ru

125993, Russia, Moscow, Sadovaya-Kudrinskaya ul., 9

THE SECURITIES AND COLLECTIVE INVESTMENT MARKET AS A SUBJECT OF STUDY AND TEACHING IN A LAW HIGH SCHOOL

Abstract. Relations on the securities market and collective investment market are overlapped to a certain extent, but not completely the same. In mind of the close relationship of these markets shown by the author it is appropriate to study them within the framework of the one discipline «The Securities and Collective Investment Market». The collective investment market requires a comprehensive research in Russian legal science. In Russia, the number of institutions in the securities and collective investment market ambiguously interpreted in the legal science and in the economic science, have volumi-



nous and unstructured regulation. For effective teaching of the discipline is necessary to use constantly updated electronic textbooks, schematic representation, charts and tables, case study, interactive teaching techniques.

Keywords: *financial market, securities market, collective investment market, investment funds, securities, teaching, law, higher education, higher school.*

Понятие «рынок ценных бумаг и коллективных инвестиций» объединяет в себе два тесно связанных сектора финансового рынка — рынок ценных бумаг и рынок коллективных инвестиций.

Рынок ценных бумаг — это система общественных отношений, возникающих по поводу перехода прав собственности и иных имущественных прав на ценные бумаги. К настоящему времени отношения на данном рынке достаточно хорошо изучены как с экономической, так и с юридической точки зрения, что не исключает ряда связанных с ним неразрешенных научных проблем¹.

Рынок коллективных инвестиций, в отличие от рынка ценных бумаг, требует всестороннего правового исследования, так как пока он не был предметом комплексного изучения в юридической науке, несмотря на то что эту область экономики нельзя назвать новой: на российском рынке, она начала развиваться еще на этапе становления рыночных отношений в постсоветский период.

Рынок коллективных инвестиций можно определить как комплекс общественных отношений, возникающих в процессе формирования и использования объединенного имущества инвесторов, передаваемого в доверительное управление профессиональному управляющему с целью инвестирования и распределения полученных финансовых результатов. В числе известных российскому рынку форм коллективного инвестирования следует назвать инвестиционные фонды, пенсионные фонды, ипотечные покрытия и некоторые другие².

Между рынком ценных бумаг и рынком коллективных инвестиций существует тесная взаимосвязь. Так, вложение объединенного имущества, формируемого в процессе коллективного инвестирования, часто осуществляется в объекты рынка ценных бумаг. Кроме того, процесс формирования некоторых видов объединенного имущества на рынке коллективных инвестиций связан с возникновением ценных бумаг. В частности, присоединение к договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом осуществляется путем приобретения инвестиционных паев этого фонда; еще одна форма коллективного инвестирования связана с выдачей ипотечных сертификатов участия. На этом основании в юридической науке

¹ Об этом см., например: *Хабаров С. А.* К вопросу о ревизии основных понятий главы 7 («Ценные бумаги») Гражданского кодекса Российской Федерации // *Гражданское право.* 2017. № 4. С. 30—34; *Шевченко О. М.* Правовое регулирование деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг : Новації российского законодательства и актуальные проблемы : монография. М. : Проспект, 2015. С. 24—29.

² Подробнее о формах коллективного инвестирования см.: *Предпринимательское право. Правовое сопровождение бизнеса : учебник для магистров / И. В. Ершова, Р. Н. Аганина, В. К. Андреев [и др.]; отв. ред. И. В. Ершова.* М. : Проспект, 2017. С. 707, 725—731.

выделяется группа «ценных бумаг коллективного инвестирования»³. В качестве их главных отличительных признаков следует назвать: а) бездокументарную форму; б) массовый характер ввода в оборот (множественность одинаковых бумаг, характеризующихся родовыми признаками); в) особую процедуру выдачи, отличную от эмиссии (относится к неэмиссионным ценным бумагам); г) удостоверение права на долю в общей собственности на объединенное имущество инвесторов и других прав, предусмотренных законом; д) предназначение — юридическое оформление отношений в сфере коллективного инвестирования.

Нужно отметить, что специфика профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и рынке коллективных инвестиций имеет немалое сходство, подчинена общим принципам регулирования и контроля. Более того, финансовые организации часто совмещают профессиональную деятельность на обоих этих рынках. Так, например, специализированные депозитарии, являющиеся субъектами профессиональной деятельности на рынке коллективных инвестиций, одновременно имеют лицензию на осуществление депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг. Деятельность управляющей компании инвестиционного фонда нередко совмещается с профессиональной деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами.

Таким образом, часть отношений, складывающихся на рынке ценных бумаг, одновременно являются отношениями на рынке коллективных инвестиций, и наоборот; иначе говоря, эти отношения пересекаются, но полностью не совпадают⁴.

Рассматривая исследуемые рынки как предмет изучения и преподавания в юридическом вузе, мы видим, что отдельные вопросы, связанные с ценными бумагами и коллективными инвестициями, затрагиваются в экономической теории, гражданском праве, финансовом, уголовном, административном, предпринимательском, корпоративном, банковском праве и т.д. При этом у обучающихся формируются лишь обрывочные знания об указанных рынках, не создается целостная картина. В то же время сложность и специфичность предмета изучения требуют создания таковой.

С учетом вышеизложенного представляется целесообразным рассматривать данные виды рынков в рамках одной самостоятельной учебной дисциплины. Так, например, в Университете имени О.Е. Кутафина (МГЮА) указанные отношения изучаются как единый комплекс в рамках учебной дисциплины «Рынок ценных бумаг и коллективного инвестирования» по магистерской программе «Правовое сопровождение бизнеса (бизнес-юрист)», утвержденной на кафедре предпринимательского и корпоративного права.

Изучая рынок ценных бумаг и коллективных инвестиций, необходимо учитывать, что отдельные его институты имеют неоднозначную интерпретацию среди

³ См., например, *Шевченко Г. Н.* Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. М. : Статут, 2006. С. 54 ; *Инвестиционное право : учебное пособие / И. В. Ершова, Г. Д. Отнюкова, А. А. Спектор, О. М. Шевченко.* М. : Проспект, 2014. С. 237—242.

⁴ Подробнее об этом см.: *Правовое регулирование экономической деятельности: единство и дифференциация : монография / отв. ред. И. В. Ершова, А. А. Мохов.* М. : Норма: Инфра-М, 2017. С. 291—292.



правоведов и экономистов. Например, ценной бумагой в правовом смысле может быть признан только тот объект гражданских прав, который назван в таком качестве в законе или признан таковым в установленном законом порядке (п. 2 ст. 142 ГК РФ).

В частности, согласно п. 2 ст. 142 ГК РФ ценными бумагами являются: акция, вексель, закладная, инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, коносамент, облигация⁵, чек. Кроме того, в иных статьях ГК РФ, а также в других федеральных законах ценными бумагами называются: сберегательный (депозитный) сертификат (п. 1 ст. 844 ГК РФ), сберегательная книжка на предъявителя (п. 1 ст. 843 ГК РФ), двойное складское свидетельство, каждая из двух его частей и простое складское свидетельство (п. 3 ст. 912 ГК РФ), опцион эмитента и российская депозитарная расписка (ст. 2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг)), ипотечный сертификат участия (ст. 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»), клиринговый сертификат участия (Федеральный закон от 7 февраля 2011 г. № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»). При этом в экономической литературе нередко допускается более вольное раскрытие понятия «ценная бумага»: например, таковыми иногда называются производные финансовые инструменты (фьючерсы, форварды, опционы, свопы).

Согласно ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг производными финансовыми инструментами являются гражданско-правовые договоры особого рода, признаки которых сформулированы в данной статье. Договоры с точки зрения цивилистики не являются объектами гражданских прав и, таким образом, не могут быть предметом гражданского оборота, не являясь ни субъективными правами, ни ценными бумагами. Однако в экономической литературе нередко говорится об обращении производных финансовых инструментов, торговле ими и т.п. Этот факт не случаен, поскольку экономические наука и практика во многом базируются на институтах крупнейшего в мире американского финансового рынка, выступающего флагманом для многих национальных экономик. В англосаксонской системе права финансовые инструменты, соответствующие российским эмиссионным ценным бумагам, ценным бумагам коллективного инвестирования и производным финансовым инструментам, объединены под общим термином *security*, сущность которого составляют обращаемые на финансовом рынке субъективные гражданские права. С точки зрения российского права, где производным финансовым инструментом признается сделка (договор), подобные высказывания экономистов некорректны.

Таким образом, ведя речь о проблематике рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций, преподавателю необходимо обращать внимание на различия в понимании ряда терминов среди экономистов и правоведов, а также сопоставлять их с иностранной практикой, дабы избежать возможного недоумения слушателей.

⁵ К облигациям следует отнести в том числе регулируемые особым федеральным законом государственные и муниципальные ценные бумаги (Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»).

Особенности учебного материала, относящегося к исследуемой нами юридической дисциплине, накладывают отпечаток на методику ее изучения и преподавания. Руководствуясь личным опытом преподавания магистрантам указанной учебной дисциплины, автор может выделить следующие основные черты, составляющие специфику ее предмета.

1. *Неструктурированность системы законодательства о рынке ценных бумаг и коллективных инвестициях.* Так, различные ценные бумаги весьма неоднородны по своему хозяйственному назначению и, соответственно, сильно различаются основанные на них экономические отношения. Несмотря на наличие общих положений о ценных бумагах в ГК РФ, каждая из ценных бумаг регулируется отдельными правовыми нормами, рассредоточенными как по различным статьям ГК РФ, так и по иным федеральным законам. Сущность некоторых (например, закладной, коносамент, клирингового сертификата участия и др.) раскрывается в федеральных законах, регулирующих, помимо ценных бумаг, большие комплексы иных вопросов, среди которых неспециалисту трудно вычлениить положения о ценных бумагах.

Рынок коллективных инвестиций ныне урегулирован несколькими федеральными законами, каждый из которых посвящен тому или иному институту коллективного инвестирования. Само понятие «рынок коллективных инвестиций» существует лишь на практике, отчасти отраженной в практико-ориентированной экономической литературе⁶, а также в распорядительных документах регулятора финансового рынка — Банка России⁷ и на его официальном сайте⁸.

Часть важнейших положений, регулирующих исследуемые отношения, сформулированы лишь на подзаконном уровне (правила раскрытия информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг⁹, состав и структура активов инвестиционных фондов¹⁰ и др.).

Отсутствие четко выстроенной, логичной системы законодательства по вопросам ценных бумаг и коллективных инвестиций приводит к тому, что для неспециалиста чрезвычайно сложно самостоятельно разобраться в ней, понять ее структуру.

Указанная особенность, с одной стороны, свидетельствует о необходимости совершенствования законодательства о рынке ценных бумаг и рынке коллектив-

⁶ К примеру, в ведущем профессиональном журнале рынка «Рынок ценных бумаг» существует раздел «Рынок коллективных инвестиций».

⁷ См., например: письмо Банка России от 18 августа 2014 г. № 015-54/6666 «О распределении обязанностей по контролю и надзору за деятельностью субъектов рынка коллективных инвестиций в Банке России» // Вестник Банка России. 2014. № 75.

⁸ Субъекты рынка коллективных инвестиций // URL: http://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ (дата обращения: 26 января 2018 г.).

⁹ Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Банком России 30 декабря 2014 г. № 454-П // Вестник Банка России. 2015. № 18—19.

¹⁰ Указание Банка России от 05 сентября 2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» // Вестник Банка России. 2016. № 103.



ных инвестиций (прежде всего в части упорядочения содержания системообразующего Закона о рынке ценных бумаг, а также внесения в законодательство общего понятия рынка коллективных инвестиций с указанием относящихся к данному рынку институтов — например, путем принятия базового федерального закона), с другой стороны, повышает значимость регулярно обновляемой учебной литературы при преподавании соответствующих дисциплин.

2. *Несогласованность базовых федеральных законов в сфере рынка ценных бумаг.* В частности, в отношении одного и того же понятия в разных нормативных актах могут употребляться разные термины. Например, «учетные записи (записи по счетам)» в ГК РФ или «реестр владельцев ценных бумаг» в Законе о рынке ценных бумаг; «лицо, осуществляющее учет прав на бездокументарные ценные бумаги» в ГК РФ и «держатель реестра либо регистратор» в Законе о рынке ценных бумаг. В некоторых случаях нормы законов могут вступать в конкуренцию, которая на практике разрешается в пользу специального законодательства, но может сбить с толку обучающихся. Для понимания этих нюансов обучающимися требуется разбор соответствующих вопросов на примере казусов (кейс-стади).

3. *Внушительный объем нормативного материала* (это касается не только федеральных законов, но и большого количества весьма объемных подзаконных актов) *в сочетании с высокой скоростью его обновления.* Сильная текучесть нормативной базы не свидетельствует, однако, о кардинальной ломке содержания самих правовых отношений, ядро которых, имея в основе экономические связи, остается неизменным. Изучив изменения подзаконных нормативных актов по отдельным вопросам в исследуемой области за последние 20 лет, можно утверждать о сложившейся со стороны регуляторов финансового рынка традиции принятия нового правового акта вместо внесения изменений в существующий. Например, за данный период сменилось восемь положений о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг (проведению организованных торгов), семь стандартов эмиссии ценных бумаг, шесть положений о раскрытии информации эмитентами ценных бумаг и т.д., при этом в значительной части своего содержания новые акты не отличались от предшествующих, изменялись лишь отдельные их положения.

Указанная особенность обуславливает необходимость отделения главного от второстепенного, вычленения той теоретической базы, которая является неизменной, чтобы сосредоточиться прежде всего на ее изучении. В этом видится основная задача лиц, преподающих рассматриваемую нами дисциплину.

Еще одна трудность в данной связи состоит в опубликовании учебных материалов, которые к моменту их выхода в свет уже успевают устареть, как минимум в части ссылок на подзаконные нормативные акты. Выход из этой ситуации видится в переводе учебного материала в электронную форму с возможностью его постоянной актуализации. К примеру, при преподавании магистрантам учебной дисциплины «Рынок ценных бумаг и коллективного инвестирования» автором настоящей статьи используется учебно-методический комплекс из нескольких тематических презентаций (включающих в себя тезисное представление инфор-

мации, иллюстрированное схемами, таблицами и иными наглядными материалами), в совокупности формирующих электронное учебное пособие.

Что же касается публикуемых по исследуемой тематике книг, то в них целесообразно сосредоточиться преимущественно на теоретических вопросах, минимизируя ссылки на нормативный материал.

4. *Наличие множества специфических терминов, имеющих в основе экономические понятия.* В связи с этим усвоение рассматриваемой дисциплины предполагает в первую очередь усвоение ее понятийного аппарата, классификаций, основных связей. По данной причине установленные нормы учебной нагрузки вынуждают при преподавании больший упор делать на понятийный аппарат и базовые принципы регулирования, чем на детальное изучение содержания правовых норм, требуя от преподавателя серьезной аналитической работы. При этом подача нового материала должна включать разъяснение не только юридической, но и экономической стороны вопроса, с которой целесообразно начинать.

5. *Сложные структуры экономических отношений, лежащие в основе институтов рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций.* Эта особенность требует обязательного широкого использования схем, таблиц и других наглядных пособий при введении нового материала, применения интерактивных приемов обучения. Руководствуясь личным опытом, автор может утверждать, что на слух данный материал воспринимается плохо.

6. *Необходимость получения квалификационного аттестата специалиста финансового рынка по установленным специальностям для работы на руководящих и многих других должностях,* в том числе предполагающих участие в рассмотрении документов, непосредственно связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и рынке коллективных инвестиций, в компаниях — профессиональных субъектах данных рынков. Для получения такого аттестата необходима сдача базового и специализированного квалификационных экзаменов, организуемых уполномоченными саморегулируемыми организациями финансового рынка. Следовательно, в вузе при изучении исследуемого предмета учебный процесс целесообразно организовать таким образом, чтобы сформировать базу для дальнейшего усвоения материала, необходимого для сдачи указанных экзаменов, для чего преподавателю необходимо быть как минимум знакомым с текущей программой квалификационных экзаменов на получение статуса специалиста финансового рынка.

В заключение хотелось бы отметить, что рассмотрение рынков ценных бумаг и коллективных инвестиций в качестве единого предмета изучения не исключает возможности исследования специфики каждого из них в рамках самостоятельных дисциплин, но, опять же, по нашему мнению, требует учета особенностей предмета изучения, изложенных выше.



БИБЛИОГРАФИЯ

1. Инвестиционное право : учебное пособие / И. В. Ершова, Г. Д. Отнюкова, А. А. Спектор, О. М. Шевченко. — М. : Проспект, 2014. — 304 с.
2. Правовое регулирование экономической деятельности: единство и дифференциация : монография / отв. ред. И. В. Ершова, А. А. Мохов. — М. : Норма : Инфра-М, 2017. — 464 с.
3. Предпринимательское право. Правовое сопровождение бизнеса : учебник для магистров / И. В. Ершова, Р. Н. Аганина, В. К. Андреев [и др.]; отв. ред. И. В. Ершова. — М. : Проспект, 2017. — 848 с.
4. *Хабаров С. А.* К вопросу о ревизии основных понятий главы 7 («Ценные бумаги») Гражданского кодекса Российской Федерации // Гражданское право. — 2017. — № 4. — С. 30—34.
5. *Шевченко Г. Н.* Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. — М. : Статут, 2006. — 271 с.
6. *Шевченко О. М.* Правовое регулирование деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг : Новации российского законодательства и актуальные проблемы : монография. — М. : Проспект, 2015. — 344 с.