

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

Обухова Евгения Владимировна

**ГРАЖДАНСКО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ УЧЕТА ПРАВ
НА БЕЗДОКУМЕНТАРНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ**

РЕЗЮМЕ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата юридических наук НИУ ВШЭ

Научный руководитель
Иванов Антон Александрович,
кандидат юридических наук, профессор

Москва – 2018

Диссертация выполнена на кафедре гражданского и предпринимательского права факультета права федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

С текстом диссертации можно ознакомиться на сайте НИУ ВШЭ:
<https://www.hse.ru/sci/diss/218776836>

Учёный секретарь
диссертационного совета по праву
доктор юридических наук, доцент

Ирина Александровна Емелькина

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Диссертационное исследование посвящено особенностям и правовым последствиям учета прав на бездокументарные ценные бумаги. В юридической терминологии учет обычно определяется как процесс систематизации информации¹. Так, учет бездокументарных ценных бумаг описывается в Гражданском Кодексе через процесс внесения записей по счетам².

В зарубежных источниках³ акцент смещается на последствия учета, с использованием терминов holding (в значении наличия некоторого права на бездокументарную ценную бумагу) и disposition (в значении распределения совокупности прав между участниками учетной системы). В диссертационном исследовании учет рассматривается с позиции правовых

¹ Например, в п.2 ст.1 Федерального закона от 06.12.2011 N 402-ФЗ «О бухгалтерском учете». В то же время, существует также широко используемое определение учета как системы, содержащей информацию об имуществе или о сделках с ним. В частности, учет определялся как система сбора, регистрации и обобщения информации о нахождении и движении имущества в п.1. ст. 1 Федерального закона от 21.11.1996 N 129-ФЗ «О бухгалтерском учете» (действовал до 31.12.2012). Аналогичное определение применялось к налоговому учету. В литературе см., напр.: Шредер Н.Г., Бехтерова Е.В. Совмещение бухгалтерского и налогового учетов / под ред. Ю.В. Крыловой // Горячая линия бухгалтера. 2006. N 14 // СПС «Консультант Плюс».

² П.2 ст. 149 Гражданского кодекса Российской Федерации (часть первая)" от 30.11.1994 N 51-ФЗ.

³ Первый имеет нейтральное содержание и не затрагивает соотношения титулов на бездокументарные ценные бумаги и часто употребляется для описания систем учета и расчетов с ценными бумагами. Использование второго термина (disposition) предполагает анализ распределения титулов в системе учета бездокументарных ценных бумаг. По тексту настоящей работы будет встречаться употребление термина holding, однако в целях исследования представляется необходимым изучить два ключевых аспекта учета – существо учитываемого объекта права и особенности системы учета – то есть соотношение титулов, взаимодействие участников фондового рынка на разных уровнях «учетной цепи» и т.п. См., напр.: Консультационный документ Европейской комиссии – департамента внутренних рынков. Legislation on legal certainty of securities holding and dispositions. Consultation document of the services of the directorate-general internal market and services. [Электронный ресурс] URL.: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/securities/docs/consultation_paper_en.pdf

последствий, которые влечет выбор той или иной учетной модели на титул⁴ лиц в учетной цепи.

Актуальность исследования обусловлена наличием существенных различий в титулах участников «цепи учета» бездокументарных ценных бумаг в зависимости от применяемой учетной модели. В исследовании установлено, что набор прав «из бумаги» у конечных приобретателей и посредников при разных моделях учета (прямой, опосредованный) не совпадает. Существует неопределенность в вопросе установления субъекта права из бездокументарной ценной бумаги (вопросы формальной и материальной легитимации). Неоднозначно влияние на содержание прав «на бумагу» и «из бумаги» «вещного элемента» в самой структуре бездокументарной ценной бумаги (в тех правопорядках, где его наличие признается). Эти правовые проблемы не подвергаются комплексному анализу в отечественной литературе.

В диссертационном исследовании показано, что способ учета, с одной стороны, определяется подходом к определению бездокументарной ценной бумаги как объекта права⁵. С другой стороны, способ учета в большой степени определяет объем и особенности реализации права «из бездокументарной ценной бумаги». В числе прочего выявлено, что

⁴ В настоящем исследовании понятие «титул» употребляется как комплексно описывающее права лица на бездокументарную ценную бумагу и легитимацию по бездокументарной ценной бумаге. В существующей правовой терминологии «титул» определяется как набор имущественных прав на определенный объект – напр., Суханов Е.А. Вещное право: научно-познавательный очерк. М.: Статут, 2017 //СПС «Консультант Плюс». Встречаются, впрочем, и альтернативные позиции: «титул статичен, ... не передаваем, содержательно однороден (универсален) ...»- см.: Шibaева Ю.В. Приобретение права собственности по договору : автореферат дис. ... к.ю.н.: 12.00.03 / Волгогр. акад. МВД России. - Волгоград, 2003. С 7.

⁴ Например, Определение Верховного Суда РФ от 09.06.2015 N 11-КГ15-12// СПС «Консультант Плюс».

⁵ Без нормативного определения природы объекта невозможен их учет, как и регулирование таких объектов в принципе. Такой подход отражен, например, в Пояснительной записке к проекту Федерального закона «О внесении изменений в части первую, вторую и четвёртую Гражданского Кодекса Российской Федерации» № 424632-7 (законопроект о «цифровых правах») [Электронный ресурс] URL.:[http://asozd2c.duma.gov.ru/addwork/scans.nsf/ID/B91DEDFBCF19B4E04325825C0032641E/\\$FILE/424632-7_26032018_424632-7.PDF?OpenElement](http://asozd2c.duma.gov.ru/addwork/scans.nsf/ID/B91DEDFBCF19B4E04325825C0032641E/$FILE/424632-7_26032018_424632-7.PDF?OpenElement)

действующее отечественное законодательство содержит нечеткие критерии и правила определения субъекта права «на бездокументарную ценную бумагу», в особенности при опосредованном учете. Отечественная судебная практика⁶ демонстрирует решение названной проблемы путем смешения «права из бумаги» с правом «на бумагу». Так, отсутствие формальной легитимации (лицо не учтено в реестре эмитента) лица восполняется в судебной практике расширительным толкованием «корпоративного статуса» (например, акционера) через констатацию наличия у лица защищаемого интереса в осуществлении прав из бездокументарной ценной бумаги.

Корректирующего толкования для исправления терминологической неточности при этом не предлагается. Исследования этого явления в отечественной литературе редки. Происходящие последние несколько лет реформы учета бездокументарных ценных бумаг (введение депозитарного учета⁷, реформа корпоративных действий⁸) также не фиксируют обозначенную проблематику. Рассмотренный в первом чтении (по состоянию на апрель 2018 года) в Государственной Думе РФ законопроект⁹, вносящий изменения в Закон «О рынке ценных бумаг» также не вносит необходимой ясности в вопрос распределения титулов на бездокументарные ценные бумаги при опосредованном (депозитарном) и иных формах учета.

Диссертационное исследование призвано восполнить отечественную литературу по названному вопросу. В работе приводится анализ моделей учета (опосредованный, транспарентный, прямой учет), а также соотношение

⁶ Например, Определение Верховного Суда РФ от 09.06.2015 N 11-КГ15-12// СПС «Консультант Плюс».

⁷ Федеральный закон от 07.12.2011 N 415-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «О центральном депозитарии».

⁸ Например, Федеральный закон от 29.06.2015 N 210-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации». Также см. [Электронный ресурс] URL:<http://www.corpactions.ru/ru/reform/>

⁹ Проект Федерального закона N 319413-7 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг» (ред., принятая ГД ФС РФ в I чтении 24.01.2018), далее – Законопроект N 319413-7

титулов участников систем учета и возникающие в связи с этим правовые проблемы.

Основное внимание в исследовании уделяется формам учета прав на бездокументарные ценные бумаги. В имеющейся отечественной литературе по теме исследования, как правило, анализируются либо способы учета бездокументарных ценных бумаг в контексте рисков владельца/держателя ценных бумаг (реализация «права из бумаги»), либо детально изучается сущность ценных бумаг (категоризация «права на бумагу»). Отдельные исследования природы «прав на бумагу» и прав «из бездокументарной ценной бумаги» - то есть распределения титулов и легитимации в контексте способов учета ценных бумаг достаточно редки в отечественной литературе, но при этом существуют в зарубежных источниках.

В исследовании предлагается комплексный анализ этих двух взаимосвязанных проблем с позиции отечественного права с привлечением опыта зарубежных правовых порядков. При этом значительное внимание уделяется зарубежной доктрине и практике. В некоторых случаях проблемы, выявленные в иностранной практике, являются уникальными (либо характерными только для транснациональных сделок) и пока не встречаются в отечественных судебных решениях. Однако в целом зарубежный опыт позволяет предвосхитить некоторые потенциальные правовые проблемы, которые могут явиться результатом использования того или иного способа учета. Таким образом, изучение иностранной доктрины в целом позволяет выявить отдельные эффективные способы нормативного регулирования учета ценных бумаг, которые позволят гармонизировать отечественное нормативное регулирование учетной модели в целом.

На основании изложенного предполагается, что изучение перечисленных проблем является актуальным, а также имеет как теоретическую, так и практическую ценность.

Степень разработанности темы

Проблема определения правовой природы бездокументарных ценных бумаг как объекта права, особенностей оборота прав, удостоверяемых бездокументарными ценными бумагами, находится под пристальным вниманием отечественных ученых в последние 15 лет. Большинство дискуссий в правовой литературе по проблематике бездокументарных ценных бумаг относится к периоду 2000-2010 года, когда бездокументарные ценные бумаги были введены в оборот. В период 2005-2012 года публиковались фундаментальные исследования правовой природы бездокументарных ценных бумаг В.А. Белова¹⁰, серия доктринальных работ и докторская диссертация А.В. Габова¹¹, многочисленные работы Д.И. Степанова¹², Л.Р. Юлдашбаевой¹³, исследования понятия и природы бездокументарных ценных бумаг Е.А. Суханова¹⁴, Г.Н. Шевченко¹⁵ и других ученых. Отечественные исследования периода 2012-2017 года

¹⁰ Белов В.А. Бездокументарные ценные бумаги. М., 2012. - 211 с. Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. В 2 томах, М., 2007.

¹¹ Имеются в виду статьи А.В. Габова в журнале «Предпринимательское право». Габов А.В. Ценная бумага в российском праве: некоторые страницы истории появления ее современного определения // Предпринимательское право. 2009. N 4. С. 41 – 46; Также в журнале «Предпринимательское право» 2010. N 1. С. 48 – 53; 2010. N 2. С. 46 - 52. Также Габов А.В. Проблемы гражданско-правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг : диссертация ... доктора юридических наук : 12.00.03 / М., 2010. 465 с.

¹² Степанов Д.И. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг // Хозяйство и право. 2002. N 3.

Степанов Д.И. Защита прав владельца ценных бумаг, учитываемых записью на счете. М., Статут, 2004.- 127 с. Степанов Д.И. О теории ценных бумаг в России и о теории понятий вообще. Размышления о востребованности догматических построений // Вестник гражданского права. 2010. N 4. С. 58 - 96. Степанов Д.И. Современное российское правопонимание ценных бумаг. "Журнал российского права", N 7, 2000.

¹³ Юлдашбаева Л.Р. Правовая природа бездокументарных ценных бумаг. Хозяйство и право, 1998, № 4. Юлдашбаева Л.Р. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций). М., Статут, 1999.

¹⁴ Суханов Е.А., О понятии ценных бумаг. - Частное право и финансовый рынок. 2011, вып.1, стр. 1-20.

¹⁵ Шевченко Г.Н. Абсолютное право на бездокументарные ценные бумаги // Правовая реальность в фокусе юридической науки и университетского просвещения: материалы международной научно-практической конференции. - Владивосток: Изд-во Дальневост. ун-та, 2009. - С. 322-325; Правовое регулирование ценных бумаг. Учебное пособие / Шевченко Г.Н.. - Изд. доп. - М.: Статут, 2004. - 173 с.

характеризуются скорее более узкой направленностью¹⁶; в то же время, отдельные аспекты происходящей в настоящее время реформы учетной системы (введение института центрального депозитария) и параллельной реформы корпоративных действий активно обсуждаются в специальной и экономической литературе.

В то же время в зарубежной литературе вопросы правовой природы и учета бездокументарных ценных бумаг разработаны в значительно большей степени. Это объясняется, в числе прочего, более длительной историей существования института бездокументарных ценных бумаг (в Германии первые попытки внедрения «безбумажного» оборота относятся к 1920-м годам, а депозитарного учета – к 1880-м). Нормативное регулирование рынка ценных бумаг в России притом во многом ориентировано на опыт развитых стран. В силу этого сохраняется необходимость в анализе существующих форм и моделей учета бездокументарных ценных бумаг. Среди зарубежных исследований следует выделить: фундаментальные доктринальные исследования правовой природы бездокументарных ценных бумаг проф. Джоанны Бенджамин¹⁷, Эрики Йохансен¹⁸; проф. Матиаса Леманна¹⁹ по правовым проблемам электронного учета и формы ценных бумаг;

¹⁶ Например, Трифоненкова Т.Ю. Центральный депозитарий как элемент международного финансового центра // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2010. №16. С.11-17. Кириченко Д. Корпоративные действия и осуществление прав акционеров // Депозитариум. № 1 (141) 2016. Стр.24-32 и прочие. Следует, впрочем, отметить достаточно общего характера работу А.Ю. Никифорова. Никифоров А.Ю. Бездокументарные ценные бумаги // СПС Консультант Плюс. 2014.

¹⁷ Benjamin J., 2000. 'Interests in securities. A proprietary law analysis of the international securities markets'. Oxford, 392 p. По этой же тематике – работы Стивенса и МакФарлейна: Stevens R. and McFarlane B. Interests in Securities: Practical Problems and Conceptual Solutions. In L. Gullfer and J. Payne (eds), *Intermediated Securities* (2009). P 34-47. Также отдельного упоминания заслуживает кандидатская диссертация ученицы Дж. Бенджамин - Элены Заккариа по современным проблемам и вещным аспектам учета бездокументарных ценных бумаг в Великобритании: Zaccaria E.C. Proprietary rights in indirectly held securities: legal risks and future challenges (Ph.D. thesis) The London School of Economics and Political Science.

¹⁸ Johansson E. Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity. Springer-Verlag Berlin Heidelberg. 2009. 220 p.

¹⁹ Lehmann, M. Finanzinstrumente: vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände. Mohr Siebeck, 2009

сравнительно-правовые исследования, а также работы по рискам опосредованного учета Эвы Мишелер²⁰; монографии и статьи проф. Дэвида Дональда о системах расчетов ценными бумагами и формах учета²¹; работы эксперта комиссии УНИДРУА проф. Чарльза Муни по праву США и Японии²²; работы Венвен Лян о соотношении титулов при опосредованном учете, а также по учетной модели Китая²³; работы Шаньмина Чана²⁴ по коллизионно-правовому регулированию учета бездокументарных ценных бумаг.

Также необходимо упомянуть доклады Рабочих Групп: УНИДРУА по вопросам международной унификации норм материального права²⁵; Комиссии под председательством Кристофа Бернасconi²⁶ по вопросам коллизионного регулирования вопросов учёта ценных бумаг. На национальном уровне также следует отметить отчетно-аналитические документы комиссий: в ЕС – Группы Альберто Джованини²⁷, а также

²⁰ Micheler Eva. *Property in Securities. Comparative Study.* 2007, 253 p. Также интересны работы коллеги проф. Мишелер по Лондонской школе экономики и политических наук (LSE) Филипа Паеча: Paech P. *Market needs as Paradigm: Breaking Up the Thinking on EU Securities Law.* LSE Law, Society and Economics Working Papers 11/2012. London, 2012.

²¹ Donald D.C., 2013. 'Securities settlement systems. Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions and Infrastructure'. Hong Kong, pp. 595–611. Donald D.C. 2007. 'The rise and effects of the indirect holding system: how corporate America ceded its shareholders to intermediaries'. Institute for law and finance, Johann Wolfgang Goethe-Universitaet Frankfurt, Working paper series № 68.

²² Mooney Charles W. Jr. *Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention.* IMES Discussion Paper Series 2008-E-7 May 2008.

²³ Liang W. *Title and title conflicts in respect of intermediates securities under English law.* Cambridge, 2013, 220 p.

²⁴ Changmin Chun. *Cross-Border Transactions of Intermediated Securities. A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law.* Berlin, Heidelberg, 2012, 504 p.

²⁵ Например, UNIDROIT Study Group. *On Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held With An Intermediary.* Rome, December 2004, Doc.19.

²⁶ Bernasconi C. *The Law Applicable to Dispositions of Securities through Indirect Holding Systems.* Report for the Hague Conference on Private International Law, November 2001. R. Goode, H. Kanda & K. Kreuzer, with the assistance of Christophe Bernasconi. *Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention).* Hague. 2005.

²⁷ The Giovannini Group. *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements.* Brussels, April 2003.

экспертов комиссии ЕС по внутренним рынкам и услугам²⁸; в Великобритании – Комитета по регулированию финансовых рынков²⁹; в США – специальных комитетов Конгресса³⁰ и других.

Теоретической базой исследования, таким образом, послужили труды отечественных и зарубежных ученых. Проблемы, рассматриваемые в диссертации, были предметом изучения в трудах отечественных ученых: М.М. Агаркова, А.В. Асоскова, В.А. Белова, А.В. Габова, Д.Д. Гримма, В.В. Долинской, Е.Н. Кабатовой, Е.А. Крашенинникова, А.Н. Лысенко, А.Н. Латыева, Д.В. Ломакина, Н.О. Нерсесова, А.Ю. Никифорова, Д.А. Пенцова, С.В. Сарбаша, А.С. Селивановского, С.А. Сеницына, Д.И. Степанова, Е.А. Суханова, Ю.К. Толстого, П.П. Цитовича, А.М. Шевченко, Г.Н. Шевченко, Л.Р. Юлдашбаевой и других. Из отдельных работ узкой предметной направленности, которые также существенно обогатили предметную область исследования, следует отметить исследования: А.Е. Абрамовой, К.Р. Адамовой, Е.В. Агапеевой, А. Барщевского, М.Л. Башкатова, И.Н. Бутиной, И.В. Гетьман-Павловой, Н.Ю. Ерпылевой, М.Н. Клевченковой, Е.Н. Пузыревой, М. Самойловой, Т.Ю. Трифоненковой, И.А. Фроловой и других. В зарубежной цивилистической доктрине проблемы регулирования учета прав на бездокументарные ценные бумаги отражены в фундаментальных трудах следующих учетных: Cristophe Bernasconi, Joanna Benjamin, Changmin Chun, David C. Donald, France Drummond, Roy Goode, Ben McFarlane, Louise Gullifer, Matthias Haentjens, Erica Johansson, Herbert Kronke, Wenwen Liang,

²⁸ European Commission - Directorate General, Internal Market and Services. Summary of the seventh meeting of the Member States working group on securities law legislation. Brussels, 24.05.2013.

²⁹ Например, European Commission - Directorate General, Internal Market and Services. Summary of the seventh meeting of the Member States working group on securities law legislation. Brussels, 24.05.2013.

³⁰ U.S. Congress, Office of Technology Assessment, Trading Around the 1 Clock: Global Securities Markets and Information Technology--Background Paper, OTA-BP-W-66. Washington, DC: U.S. Government Printing Office, July 1990.

Eva Micheler, Charles Mooney, Georg Opitz, Philip Paech, Roben Steves, Luc Thevenoz, Elena Christine Zaccaria.

Эмпирической базой исследования послужила отечественная и зарубежная судебная практика. В диссертационном исследовании используются материалы рассмотрения конкретных дел, обобщения судебной практики Пленума и Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации и Верховного Суда Российской Федерации, а также судебные акты нижестоящих судов, предметом которых является применение правовых норм, регулирующих отношения в сфере учета прав на бездокументарные ценные бумаги. Также в исследовании приводится практика рассмотрения аналогичных споров судебными органами зарубежных стран. В диссертационной работе были использованы рабочие и отчетные документы уполномоченных органов по разработке конвенций, нормативных актов Европейского Союза (Директив, Регламентов), а также национального законодательства.

Цели и задачи исследования

Общей целью исследования является формирование теоретических моделей учета бездокументарных ценных бумаг, а также сопутствующего каждой из моделей учета распределения титулов на бездокументарную ценную бумагу и связанных с этим рисков.

Цель исследования предопределяет постановку конкретных исследовательских **задач**, решение которых составляет содержание настоящей диссертации. К ним относятся: анализ предпосылок и текущего состояния правового регулирования бездокументарных ценных бумаг в отечественном и зарубежном праве; определение факторов, которые способствуют оптимальной имплементации модели учета бездокументарных ценных бумаг в контексте существующего в правовом порядке регулирования; выявление соотношения легитимационных факторов и связанных с ними подходов к разграничению титулов в отношении бездокументарных ценных

бумаг между посредниками и конечными приобретателями в учетной цепи; выявление рисков несовпадения правовых подходов в случае трансграничного учета.

Объектом исследования в настоящей работе, таким образом, является модель учета бездокументарных ценных бумаг; специфика бездокументарных ценных бумаг как предмета учета; особенности легитимации по бездокументарным ценным бумагам; распределение права «на бумагу» - титул в отношении бездокументарных ценных бумаг, а также комплексные различия в правовых последствиях, возникающих по результатам использования той или иной модели учета.

Предметом исследования являются закономерности, правовые особенности, присущие регулированию учета бездокументарных ценных бумаг (как комплексных моделей).

Научная новизна работы заключается том, что в ней впервые в российской юридической литературе осуществлен комплексный анализ моделей и форм учета прав на бездокументарные ценные бумаги. Анализ соотношения титулов на бездокументарную ценные бумагу как объект прав позволяет более детально исследовать правовые риски, возникающие у всех участников оборота в связи с тем или иным способом учета.

Таким образом, представляется, что тема диссертационного исследования обладает определенной научной новизной, является актуальной в теоретическом и востребованной в практическом смысле. Изучение правовой природы бездокументарных ценных бумаг и способов их учета позволит в перспективе оптимизировать законодательную базу, систематизировать существующие нормативные акты и, в конечном счете, качественно улучшить государственное регулирование рынка ценных бумаг в целом.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в том, что сформулированные в диссертации выводы и предложения расширяют сферу научного знания о моделях и формах учета бездокументарных ценных бумаг; об объективной взаимосвязи между титулами на бездокументарную ценную бумагу и правомочиями из факта легитимации по бездокументарной ценной бумаге.

Отдельные выводы из настоящей работы могут быть использованы в последующей теоретической разработке проблем учета бездокументарных ценных бумаг.

Практическая польза диссертационного исследования заключается в том, что выводы, сделанные в ходе анализа практики зарубежных судов и общих моделей регулирования, также подходят и при рассмотрении сходных по своей правовой природе дел в российских судах. В диссертационной работе предлагаются решения для некоторых правовых проблем, которые только появляются в отечественной практике (например, реализация прав конечного приобретателя в системе опосредованного учета бездокументарных ценных бумаг).

Методология и методы исследования

При изучении предмета исследования использовались следующие методы: формально-логические (в том числе дедуктивный, индукции, анализа, синтеза), теоретического моделирования, классификации, экстраполяции. В работе также использованы методы сравнительного правоведения и историко-ретроспективный метод с прогностической целью, в том числе для разработки предложений *de lege ferenda*.

Положения, выносимые на защиту. На основании проведенного диссертационного исследования на защиту выносятся следующие положения.

1. Классическая формула, согласно которой для ценной бумаги характерна связь права «на бумагу» и «права из бумаги», подверглась ревизии в связи с появлением бездокументарных ценных бумаг. Процесс появления последних как самостоятельного объекта права на основе положений о «классических» ценных бумагах характеризуется утратой «документарности» и существенным изменением правил о легитимации. Прежде всего, исчезновение материального носителя поставило законодателя перед выбором одного из двух моделей регулирования. В рамках первой модели предпринимается попытка восстановления связи «права на бумагу» и «права из бумаги» несколькими путями. Это констатация сохранения «вещного элемента» при определенной концепции учета (иммобилизация в некоторых правовых порядках предполагает даже сохранение в целом вещного режима бездокументарных ценных бумаг). Наделение конечного приобретателя некоторыми элементами контроля в отношении бездокументарной ценной бумаги также придает правоотношению между конечным приобретателем и эмитентом «отраженное действие». В рамках такой модели (подход Великобритании, Германии) бездокументарная ценная бумага, даже учитываемая посредником, предоставляет особое право на объект, имеющее черты абсолютности.

2. Окончательное исчезновение права «на бумагу» (при использовании второй модели - «чистой дематериализации») приводит к сложностям с локализацией «прав из бумаги» и к мультипликации таких прав на всех уровнях учета. Появляется необходимость в разграничении титула (и исключения «отраженного действия») на бездокументарную ценную бумагу у промежуточных участников «учетной цепи» (посредников) и конечных приобретателей. Чтобы не сводить бездокументарную ценную бумагу к простой модели обязательственного правоотношения, неотличимого от всех учетных правоотношений в цепи, дематериализация все же предполагает возникновение права *sui generis* у легитимированного лица, не тождественного «праву на бумагу» и праву из договора счета.

Применение этой модели также позволяет абстрагироваться от решения вопроса о квалификации правовой природы объекта учета. В системах «чистой дематериализации» бездокументарные ценные бумаги могут учитываться в качестве прав из счета, которые существуют между сторонами соответствующего договора (модель учета США), но могут при соблюдении определенных процедур приобретать действие против третьих лиц.

3. Анализ мировых практик и систем учета позволяет прийти к выводу, что выбор формы учета бездокументарных ценных бумаг не только коррелирует с существом объекта учета, но и существенным образом его изменяет. Выявлено разделение существующих учетных систем на «прямые» (ведение реестра при внебиржевом обращении ценных бумаг или с использованием распределенных реестров с указанием в них имен конечных приобретателей) и транспарентные (существование посредников с «консультационной ролью», которые могут быть учтены в реестре, но не влияют на титул легитимированного приобретателя); а также опосредованные (при наличии учетной иерархии посредников). Критерием разграничения названных способов учета выступает, во-первых, наличие посредников в цепи учета бездокументарной ценной бумаги; во-вторых – их влияние на титул конечного приобретателя (и в частности – на легитимацию). Таким образом, распределение титулов участников «учетной цепи», равно как и легитимация по счетам или реестрам в упомянутых системах учета ценных бумаг отличается.

4. Установлено, что правовые последствия, вызванные несовпадением места лица в учетной цепи и его легитимации, могут быть основанием для выделения в самостоятельные категории ценных бумаг, учитываемых прямым образом (в таком случае «учетная» позиция и легитимация совпадают) и при опосредованном учете (легитимированным может быть посредник либо конечный приобретатель).

При опосредованном учете, когда легитимационное значение имеет реестр эмитента, существо прав приобретателя – клиента по договору счета ценных бумаг (депо, или аналогичному) варьируется. В частности, конечный приобретатель может быть ограничен требованиями к посреднику из договора счета ценных бумаг и не являться правообладателем с точки зрения полноты титула на бездокументарную ценную бумагу.

Установлено, что титул на бездокументарную ценную бумагу как частноправовая категория в мировой практике не может быть восполнен доказательством фактического статуса конечного приобретателя. В отечественной и мировой практике также часто устанавливается обязанность эмитента анализировать всю учетную цепь для исполнения публично-правовых требований. Однако отсутствие легитимационного значения подобного взаимодействия эмитента и конечного приобретателя не влияет на титул лица в отношении бездокументарной ценной бумаги.

5. Опосредованный учет представляет собой правовое явление, которое позволяет унифицировать разнородное имущество («документарные» и бездокументарные ценные бумаги) и переносить права на них по единой процедуре. Вместе с тем правовое положение и титул конечного приобретателя опосредованно учитываемых ценных бумаг существенно отличается от такового в транспарентных системах и прямом учете.

Установлено, что в зависимости от формы учета бездокументарная ценная бумага представляет собой разное сочетание прав «на бумагу» и «из бумаги». При этом единая терминология и общее регулирование в целом игнорируют названную разницу. Представляется возможным введение отдельного термина для бездокументарных ценных бумаг, учитываемых посредником (с изменением титула приобретателя). Подобное решение применяется в зарубежной практике (Швейцарские *Bucheffekten*, *account / intermediated securities* в отдельных Директивах ЕС, сходные по смыслу американские *book-entry securities*). В отдельных актах Банка России частный случай опосредованного учета - ценные бумаги, учитываемые у посредника-

депозитария, именуются депозитарными ценными бумагами³¹. Использование данного или аналогичного термина (например, опосредованно учитываемые ценные бумаги) могло бы провести необходимую грань между бездокументарными ценными бумагами в «прямом учете» и транспарентных системах, когда легитимированное лицо и субъект права «на бездокументарную ценную бумагу» совпадают, и случаем наличия нескольких лиц с разным набором правомочий в учетной цепи.

6. Российская модель учета бездокументарных ценных бумаг в результате реформы инфраструктуры рынка представляет собой сочетание прямого (открытие счетов владельца у регистратора) и опосредованного (с депозитарной реформой) учета и имеет некоторые особенности. К таковым можно отнести неопределенность в законодательстве относительно установления легитимированного по бездокументарной ценной бумаге лица.

Представляется, что большую роль в сложившейся правовой неопределенности играет отсутствие последовательности в понятийном аппарате. Определения ключевых терминов, предлагаемые в законодательстве, остаются неизменными, несмотря на замену их содержания (например, определение термина «владелец» через вещноправовые категории, что не снимает вопрос о легитимации как реализации «права из бумаги»); встречается употребление разных по содержанию терминов применительно к одному понятию (и наоборот). Предполагаемые изменения законодательства³² не устраняют эту проблему в целом. В связи с этим для опосредованного учета предлагается окончательное разделение понятий обладателя права из ценной бумаги (который в настоящее время именуется «владелец», «лицо, осуществляющее

³¹ Указание Банка России от 15.06.2015 N 3680-У (ред. от 13.04.2016) "О требованиях к порядку и форме предоставления иностранными организациями, действующими в интересах других лиц, информации о владельцах ценных бумаг и об иных лицах, осуществляющих права по ценным бумагам, а также о количестве ценных бумаг, которыми владеют такие лица". (Зарегистрировано в Минюсте России 27.07.2015 N 38193)

³² Например, пп. "в" п.7 Законопроекта N 319413-7.

права по бумагам» и т.п.) и зарегистрированного в реестре эмитента лица (номинального держателя и т.п.).

7. Выявлена взаимосвязь эволюции понятия бездокументарной ценной бумаги и правил определения права, применимого к учету бездокументарных ценных бумаг. При рассмотрении коллизионных проблем учета бездокументарных ценных бумаг установлено отсутствие регулирования вопросов учета бездокументарных ценных бумаг на уровне актов нормативно-правовой кодификации (Гражданский Кодекс). Специальное законодательство относит к личному закону иностранного посредника вопросы учета, а также перехода прав, фиксирующихся на счете ценных бумаг. В результате, помимо несовпадения концептуального понимания бездокументарной ценной бумаги, могут различаться последствия учета. В частности, не исключена возможность для иностранного номинального держателя и конечного приобретателя приобрести права на бездокументарную ценную бумагу российского эмитента, отличающиеся от аналогичных у отечественных (например, вещный титул). В исследовании предлагается включить в законодательство положения о праве, определяющем последствия учета бездокументарных ценных бумаг посредниками.

В диссертационной работе делается вывод о позитивном эффекте методов публичного права (действующих экстратерриториально) в том числе для установления надлежаще легитимированного по бездокументарной ценной бумаге лица.

Степень достоверности и апробация результатов исследования

Диссертация выполнена на кафедре гражданского и предпринимательского права Национального Исследовательского Университета «Высшая Школа Экономики». Отдельные положения диссертационного исследования и выводы, выносимые на защиту, нашли отражение в научных статьях, в том числе опубликованных в журналах,

рекомендованных ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации: *Е.В. Обухова*. Опосредованный учет бездокументарных ценных бумаг. Коллизионные проблемы // Закон. 2016. № 8. С. 62-71; *Е.В. Обухова*. Юрисдикционные риски в сделках с ценными бумагами// Закон. 2017. №7. С.146-160; *Е.В. Обухова*. Особенности прав на бездокументарные ценные бумаги при опосредованном учете // Закон. 2018. № 2. С. 163-175.

Достоверность полученных результатов исследования обеспечивается использованием нормативно-правовых актов Российской Федерации, актов правоприменения и отечественной цивилистической доктрины, а также релевантных источников – по праву зарубежных стран. Результаты исследования были также апробированы в ходе преподавательской деятельности диссертанта в НИУ «Высшая Школа Экономики»³³, при проведении тематических научно-исследовательских семинаров³⁴, в ходе выступления с докладами на научных конференциях³⁵.

Структура диссертационного исследования predetermined его предметом, целью и задачами и состоит из введения (общей характеристики работы); четырёх глав, объединяющих одиннадцать параграфов; заключения, списка использованных источников и литературы.

³³ В части преподавания спецкурса «Вещное право» (бакалавриат факультета права, 3 курс), в ходе которого обсуждалось применение моделей вещного права к регулированию учета бездокументарных ценных бумаг, общего курса «Гражданское право» (бакалавриат факультета права, 2 курс) в части объектов прав и в смежных темах.

³⁴ НИС для бакалавров 1 курса НИУ ВШЭ на тему соотношения частного и публичного элемента в регулировании бездокументарных ценных бумаг, 2016 год.

³⁵ 13.11.2015, Доклад «Опосредованный учет бездокументарных ценных бумаг» на конференции «История и современные тенденции развития частного права» ФГАОУ ВО МГЮИ им. О.Е. Кутафина (Москва).

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **Введении** отражена актуальность темы исследования, а также степень её разработанности в отечественной и зарубежной литературе; обозначен предмет и цели исследования, поставлены исследовательские задачи, определен объект, предмет и методология исследования; обоснована научная новизна положений, выносимых на защиту; раскрыта теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования, а также приведены сведения об апробации результатов исследования.

В первой главе «Бездокументарные ценные бумаги как предмет учета» диссертационного исследования в целях комплексного изучения и раскрытия оптимальной совокупности общих и частных методов регулирования учета бездокументарных ценных бумаг предпринят экскурс в теорию бездокументарных ценных бумаг как предмета регулирования. Обращение к историческому и зарубежному опыту необходимо, поскольку в основе разнообразия форм и способов учета бездокументарных ценных бумаг как объектов права (которое наблюдается и в регуляторной практике зарубежных государств, и в отечественных нормативных актах) лежит, помимо прочего, несовпадение подходов к определению понятия ценной бумаги и бездокументарной ценной бумаги как объектов права³⁶. Должное понимание правовой природы бездокументарной ценной бумаги зачастую позволяет объяснить применение тех или иных моделей и форм учета.

В связи с изложенным, в **первом параграфе** «Свойства классических и бездокументарных ценных бумаг» рассматриваются особенности «классических» документарных ценных бумаг, которые сущностно повлияли на правовую модель учета бездокументарных ценных бумаг; применимость свойств (документарность и презентация) ценных бумаг по отношению к

³⁶ Архитектура учетной системы, помимо идей об оптимальном соотношении прав вовлеченных лиц, также во многом определяется экономическими и политическими факторами (например, тенденция к централизации депозитарной или регистрационной системы; исключение «прямого» учета определяются экономическими причинами, равно как политической волей регулятора), которые находятся за пределами исследования.

особенностям учета бездокументарных ценных бумаг. Для этой цели приводится эволюция способов учета имущественных прав (смена научной парадигмы сначала в части «овеществления» прав, затем – при переходе к учету бездокументарных ценных бумаг³⁷) и обзорный анализ связанных с этим дискуссий о природе учитываемого объекта права. В ходе анализа потенциального наличия элементов документарности и свойств презентации у бездокументарных ценных бумаг констатировано отсутствие презентационной функции в отечественных бездокументарных ценных бумагах (равно в выписках со счета), что представляет значимость для следующих параграфов исследования. Выявлены также случаи наличия элементов документарности в зарубежных бездокументарных ценных бумагах и ретроспективно – в регулировании отечественных ценных бумаг.

Во **втором параграфе** «Учет бездокументарных ценных бумаг и легитимация управомоченного лица» раскрываются особенности легитимации по бездокументарным ценным бумагам, которые в дальнейшем рассматриваются в качестве потенциальной основы разграничения титулов в отношении бездокументарных ценных бумаг. Для последних, в сравнении с «классическими» ценными бумагами, легитимация управомоченного по бумаге лица претерпела сущностное изменение. Если в документарных ценных бумагах реестр эмитента (для именных ценных бумаг) играет вспомогательную «легитимационную» роль, то для бездокументарных ценных бумаг данные реестра имеют главное конститутивное значение. Возникают новые правовые проблемы. В частности, серьезной проблемой легитимации по бездокументарным ценным бумагам в модели опосредованного учета является указание посредника в качестве правообладателя в реестре эмитента. Нечеткость понятий в отечественном законодательстве, а зачастую – прямое противоречие между нормативными актами (общими положениями ГК РФ и отраслевыми законами «Об

³⁷ В данном случае намеренно не употребляется выражение «дематериализации ценных бумаг», поскольку в дальнейшем под дематериализацией понимается одна из моделей учета бездокументарных ценных бумаг.

акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг») приводит к произвольному распространению статуса легитимированных по бумаге на лиц (конечных приобретателей ценных бумаг), которые в реестре эмитента отсутствуют.

Установлено, что с точки зрения легитимации к правовым рискам опосредованного учета относятся: отсутствие у конечного приобретателя титула легитимированного лица, диспропорция в средствах защиты нарушенных прав у клиента и посредников.

В третьем параграфе «Элементы вещноправового регулирования учета бездокументарных ценных бумаг: пределы и последствия применения» исследуются правовые последствия применения модели вещных прав в отношении бездокументарных ценных бумаг (которое имеет место в некоторых зарубежных странах и встречается в отечественных нормативных актах). Практика применения вещноправовых конструкций к учету бездокументарных ценных бумаг предопределяет необходимость анализа степени влияния «вещного элемента» на учет бездокументарных ценных бумаг. Установлено, что бездокументарные ценные бумаги, являясь самостоятельным объектом права, тем не менее, в некоторых правопорядках имеют вещный режим по модели классических ценных бумаг. Титул на ценные бумаги в некоторой степени предопределяет учетную модель и распределение легитимации по бездокументарной ценной бумаге.

Приведенные в третьем параграфе подходы к регулированию бездокументарных ценных бумаг структурированы следующим образом: использование модели траста с признанием конечного приобретателя бенефициаром; право совместной собственности на пул заменимых ценных бумаг, security entitlement как право к стороне по договору счета ценных бумаг, а также иные варианты «смещения вещных, обязательственных и иных прав». Использование каждой из моделей влечет определенное распределение прав «на бездокументарную ценную бумагу» как объект (или право из счета). Установлено также, что в случае частичного или полного

исчезновения «вещного элемента» в бездокументарных ценных бумагах существенное изменение претерпевает идея локализации, которая особенно актуальна при трансграничном учете.

Во второй главе «Способы учета бездокументарных ценных бумаг» диссертационного исследования описаны две основные модели учета бездокументарных ценных бумаг: иммобилизация и дематериализация – в практике стран, которые тяготеют к той или иной модели, а также смешанные модели учета (т.е. случаи, когда перечисленные формы учета могут применяться либо к разным видам бездокументарных ценных бумаг – как это имеет место в России³⁸, либо когда выбор модели учета практически не влечет правовых последствий – как это происходит в США за счет иных регуляторных средств).

Выбор регулятором той или иной модели подразумевает возникновение специфических, но типичных для такой модели рисков и правовых последствий. В большинстве случаев они лежат в сфере разграничения прав «на бездокументарную ценную бумагу» как объект права, то есть затрагивают титулы лиц в учетной системе. Одновременно такой выбор пути перехода к «безбумажной» форме ценных бумаг обусловлен, в числе прочего, разным подходом к определению природы и функций «документарной» ценной бумаги.

Как показано в **первом параграфе** «Историческое развитие способов учета бездокументарных ценных бумаг», существует определенная закономерность: в тех странах, где сертификаты ценных бумаг исторически имели только доказательственное, но не правопорождающее значение (т.е. отсутствовала связь права «на бумагу» и «из бумаги» и ценная бумага не порождала титул), был использован метод «чистой дематериализации»: сначала самих ценных бумаг, а затем и трансфертов по счетам. Там, где

³⁸ Так, для акций ФЗ «О рынке ценных бумаг» предусматривает обязательную дематериализацию, глобальные сертификаты с обязательным депонированием представляют собой учет по модели иммобилизации.

традиции вещного регулирования ценных бумаг (например, «передача вещи переносит титул» в Германии) были сильны, можно зачастую наблюдать постепенный переход по модели иммобилизации и сохранения «вещного элемента» в бездокументарных ценных бумагах. Названные факторы являются не единственными, но достаточно существенными при выборе модели учета бездокументарных ценных бумаг.

С учетом того, что на практике и в зарубежных странах, и в отечественном законодательстве не существует моделей «исключительной» дематериализации или иммобилизации (модели учета в смешанной форме, которые тяготеют к одной или другой модели), **второй параграф «Иммобилизация»** посвящен учету бездокументарных ценных бумаг при максимальном сохранении «вещного элемента» - глобального сертификата или иной документарной формы ценной бумаги при последующем учете бездокументарных ценных бумаг. Иммобилизация, будучи формой перехода к бездокументарным ценным бумагам, также меняет способ легитимации - правообладатель определяется на основании записи по счету депо. В качестве примера приведен опыт иммобилизации в германской правовой системе.

В третьем параграфе «Дематериализация» установлено, что модель дематериализации позволяет отчасти устраниться от решения вопроса об объекте прав и перенести его в сферу отношений посредника и клиента. Существенное отличие дематериализации от ранее рассмотренной модели иммобилизации заключается в том, что весьма опосредованная, но все же связь с вещью – сертификатом при системе иммобилизации служит целью защиты прав инвесторов и посредников в цепочке. В случае с бездокументарными ценными бумагами при дематериализации рушится основная связь «права на бумагу» и «из бумаги», которая отличает ценные бумаги от других объектов гражданских прав. В некоторых правовых порядках (Франция, США и некоторых других) дематериализация при наличии посредников в цепочке учета как отсутствие связи эмитента и конечного

приобретателя сводит право на бездокументарную ценную бумагу к обязательственному требованию к посреднику из договора счета ценных бумаг. В то же время, отсутствие упомянутой связи влечет невозможность установить конечного приобретателя, что может негативно сказываться на правах эмитента и добросовестных конечных приобретателей.

В четвертом параграфе «Смешанные модели учета» рассмотрены правовые подходы к регулированию учета, которые сложно причислить к той или иной группе по разным причинам. Для Соединенных Штатов Америки этой причиной является регулирование форм учета (опосредованный / прямой), нежели моделей перехода к БЦБ (дематериализация / иммобилизация). Европейский Союз не может предписать странам-участницам ту или иную модель учета, но активно регулирует инфраструктуру рынка. В Российской Федерации модели иммобилизации и дематериализации применяются к разным видам ценных бумаг.

Однако применение смешанной учетной модели требует соответствующей подготовки рынка, а также анализа потенциальных рисков применения обеих моделей учета (особенно в части детальной проработки прав, обязанностей и ответственности участников рынка). В частности, отечественный рынок, восприняв смешанную модель учета и депозитарную систему, как представляется, не установил этих четких правил. При падении вовлеченности эмитента в учетный процесс сохранилась его солидарная ответственность с регистратором; терминология специальных законов не вносит окончательной ясности в вопрос о легитимированном лице.

Третья глава «Формы учета бездокументарных ценных бумаг» диссертационной работы посвящена правовым аспектам опосредованного и прямого учета бездокументарных ценных бумаг.

В первом параграфе «Опосредованный учет» исследуется изменение титула на бездокументарную ценную бумагу, которое происходит со сменой формы учета (с непосредственного или прямого на опосредованный). Соотношение прав конечных приобретателей и финансовых посредников,

которые учитывают ценные бумаги, — это ключевой вопрос, который предreshает распределение титула на бездокументарные ценные бумаги.

Исследуются особенности счетов ценных бумаг, проблемы и последствия учета посредника или правообладателя в реестре эмитента или аналогичных учетных документах иных лиц (например, Оператора – в праве Британии) – то есть вопросы легитимации по бездокументарным ценным бумагам. Установлено, что минимизировать некоторые из рисков разной легитимации можно технически, путем введения сегрегированных счетов.

Выявленная разница между бездокументарными ценными бумагами, учитываемыми тем или иным способом, оказывается столь существенна, что «опосредованные» ценные бумаги имеют во многих правовых порядках специальное регулирование и даже отдельное родовое наименование. Риски нечеткости терминологии отечественного законодательства иллюстрируются на примерах зарубежной практики. Предложено в части нормативного регулирования уточнить нормы-дефиниции отечественного законодательства, определяющие управомоченных «по бумаге» лиц, а также особенности формирования реестров уполномоченных лиц. Обосновывается вывод о необходимости выделения опосредованно учитываемых ценных бумаг в самостоятельную категорию.

Второй параграф «Прямой учет и транспарентные системы» раскрывает форму прямого учета, при которой конечный приобретатель напрямую учитывается в реестре обязанного лица, а также применимость и риски, сопряженные с использованием такой формы учета.

Прямой учет, будучи достаточно редким явлением (используется в Бразилии, Китае и некоторых скандинавских странах) в практике фондовых рынков, в настоящее время обретает новое значение благодаря технологиям типа блокчейн и распределенных реестров. Технологии блокчейн, устраняя сомнения в полноте титула приобретателя, не лишены недостатков. Невозможность доступа к счету крипто-ценных бумаг или токенов иным

путем, кроме ввода пароля участника системы, делает автоматически невозможной реституцию между участниками недействительной сделки и исключает восстановление доступа к счету. Также, участие в системах прямого учета с равным доступом к информации требует высоких профессиональных знаний от неквалифицированных инвесторов. Обработка больших объемов информации, с большой долей вероятности потребует привлечения конечными приобретателями специалистов, которыми, опять же, могут стать посредники – профессиональные участники.

В четвёртой главе «Правовые проблемы трансграничного учета бездокументарных ценных бумаг» приводятся особенности правового регулирования трансграничного учета бездокументарных ценных бумаг в контексте разных коллизионных подходов государств по отношению к локализации бездокументарных ценных бумаг (*lex rei sitae* для бездокументарных ценных бумаг со статусом вещи), поиска места ведения счета (правило «PRACA»-relevant account) или релевантного³⁹ посредника (правило «PRIMA» –relevant intermediary).

В первом параграфе «Коллизионные проблемы учета бездокументарных ценных бумаг» установлено, что уровень правовой определенности при трансграничном учете бездокументарных ценных бумаг участниками рынка, личный закон которых различается, недостаточен. Предложено введение общей регламентации на уровне ГК РФ, которое однозначно установит порядок выбора права, применимого к отношениям в системе учета бездокументарных ценных бумаг.

Во втором параграфе «Материально-правовые особенности трансграничного учета» в числе рисков, сопряженных с трансграничным

³⁹ Термин «релевантный посредник» используется в настоящей работе в значении, приведенном в Гаагской Конвенции 2006 г. о праве, применимом к определенным правам в отношении ценных бумаг, находящихся у посредника (On the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary).

учетом, раскрыта и проанализирована также потенциальная экстратерриториальность действия норм страны, косвенно связанной с учетом бездокументарных ценных бумаг. На примере регулирования и судебной практики Соединенных Штатов Америки как страны, зачастую вовлеченной в учет ценных бумаг (в том числе для отечественных участников рынка), анализируются материально-правовые риски трансграничного учета (риски экстратерриториальности).

В **Заключении** приведены основные итоги диссертационного исследования, рекомендации и перспективы дальнейшей разработки темы.

Основные положения диссертационного исследования опубликованы в изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве образования и науки Российской Федерации:

1. *Е.В. Обухова*. Опосредованный учет бездокументарных ценных бумаг. Коллизионные проблемы // Закон. 2016. № 8. С. 62-71 - 1,39 п.л.
2. *Е.В. Обухова*. Юрисдикционные риски в сделках с ценными бумагами// Закон. 2017. №7. С.146-160 - 1,96 п.л.
3. *Е.В. Обухова*. Особенности прав на бездокументарные ценные бумаги при опосредованном учете // Закон. 2018. № 2. С. 163-175 - 1,62 п.л.