

# Обеспечительная передача титула в форме договора репо

П. А. Правящий

**Для цитирования:** Правящий П. А. Обеспечительная передача титула в форме договора репо // Правоведение. 2022. Т. 66, № 2. С. 193–218. <https://doi.org/10.21638/spbu25.2022.204>

В начале статьи исследуется договор репо и цели его заключения. Среди прочих выделяется кредитно-обеспечительная цель договора. Рекомендуется отличать договор репо с целью титульного финансирования от договора, заключенного с иной целью. Перечисляются признаки договора, указывающие на кредитно-обеспечительную цель, в том числе возложение риска изменения стоимости ценных бумаг на продавца (должника). С помощью отмеченных признаков предлагается устанавливать цель договора. Затем в статье описываются структура обязательственных связей в сделке репо, а также общие требования к ее субъектам и объекту. В следующей части статьи содержится анализ практики арбитражных судов по спорам, связанным с договором репо. Обсуждаются некоторые проблемы, с которыми сталкиваются арбитражные суды, в частности проблема перекалфикации договора репо в договор займа, обеспеченный залогом ценных бумаг. Отдельные связанные с договором репо вопросы исследуются на примере дела, рассмотренного ВС РФ. В ходе оценки судебных актов, принятых по данному делу, определяются нормы, подлежащие применению к спорным отношениям. Специальные правила о договоре репо затем сравниваются с нормами о займе и залоге. В результате сравнения делается вывод, что нормы о договоре репо в их толковании с учетом его кредитно-обеспечительной цели обеспечивают сбалансированное регулирование отношений и в то же время учитывают особенности оборота ценных бумаг. Сравнение также приводит к заключению о том, что нормы о займе и залоге не должны применяться к договору репо. В завершение рекомендуется в споре из договора репо учитывать правовые позиции, которые сформулированы для иных титульных обеспечений, с учетом их определенного сходства. Исходя из этого, в практике ВС РФ встречаются примеры того, что на споры из договора репо распространяются правовые позиции о договоре выкупного лизинга.

*Ключевые слова:* договор репо, титульное обеспечение, обеспечительная передача титула, залог, перекалфикация.

## Введение

Договор репо — одна из форм обеспечительной передачи титула. Согласно п. 1 ст. 51.3 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг), данный договор состоит из двух частей: по первой части продавец обязуется передать в собственность покупателю ценные бумаги, а покупатель — уплатить за них определенную денежную сумму, а по второй части покупатель обязуется обратно передать ценные бумаги в собственность продавца, а продавец — уплатить за них определенную денежную сумму. Из легального определения следует, что договор репо состоит из двух связанных между собой договоров купли-продажи между одними и теми же сторонами.

---

*Правящий Павел Андреевич* — магистр гражданского, семейного и международного частного права, ПАО «Банк Уралсиб», Российская Федерация, 119048, Москва, ул. Ефремова, 8; [praviaschii@rambler.ru](mailto:praviaschii@rambler.ru)

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2022

В п. 21 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг сказано, что к договору репо применяются соответственно общие положения ГК РФ о купле-продаже, если это не противоречит правилам данной статьи и существу договора репо. И если понимание правил ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, как мы увидим ниже, не вызывает особенных трудностей, то существо договора репо остается неопределенным. Для того чтобы понять, как на применение правил ГК РФ о купле-продаже влияет существо договора репо, следует прежде всего выяснить, в чем состоит цель его заключения.

## 1. Цель договора репо

В литературе цель договора репо обычно определяется как титульное финансирование или вещное обеспечение кредита<sup>1</sup>. Тем не менее встречаются упоминания и других целей этого договора. К примеру, С. В. Сарбаш отмечает, что сделки репо могут заключаться с целью спекуляции, с целью замены ими заемного отношения, которое обеспечено залогом, а также с двумя названными целями сразу<sup>2</sup>. Подчеркивает иные, помимо титульного финансирования, цели договора репо П. В. Хлюстов<sup>3</sup>. Он указывает, что договор репо может заключаться для спекуляции на разнице курса ценных бумаг, для кредитования ценными бумагами (под денежное обеспечение), а также для предоставления покупателю на время корпоративных прав<sup>4</sup>. Пожалуй, А. Г. Карапетов верно заметил, что договоры репо «заключаются в различных целях (в том числе в чисто спекулятивных), но часто они направлены на привлечение финансирования под титульное обеспечение...»<sup>5</sup>. Большинство отечественных исследователей также считают, что титульное финансирование (вещное обеспечение кредита) является наиболее востребованной целью договора репо<sup>6</sup>.

Похожим образом Е. Ломницка описывает цель договора репо применительно к английскому правопорядку: «Очевидно, что договоры репо часто используются как “квазиобеспечение”, хотя они также используются и для других целей»<sup>7</sup>.

---

<sup>1</sup> Гражданское право: в 2 т. Т. 2, полут. 1: учебник / отв. ред. проф. Е. А. Суханов. 2-е изд., перераб. и доп. М.: БЕК, 1999. С. 54 (автор главы — В. С. Ем); Абашеева Е. Н. Римское право на страже интересов финансового рынка, или *fiducia* как надежная гавань для плавающих маржевых сумм // Об обеспечении обязательств: Сборник статей к юбилею С. В. Сарбаша. М., 2017. С. 16; Адамович Г. О некоторых способах обеспечения кредитных обязательств // Хозяйство и право. 1996. № 9. С. 42–47; Мельничук Г. В. Правовая природа расчетных форвардных сделок и сделок РЕПО // Законодательство. 2000. № 2 (СПС «Гарант»); Павлодский Е. А. РЕПО — гражданско-правовой договор // Журнал российского права. 2008. № 3. С. 46–53; Лубягина Д. В., Бычков А. И. Договор РЕПО в гражданском обороте // Юрист. 2017. № 4 С. 9–13; Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение: теоретико-практическое сравнение конструкций // Вестник гражданского права. 2014. Т. 14, № 4. С. 56–127; Карапетов А. Г., Савельев А. И. Свобода заключения непоименованных договоров и ее пределы // Вестник ВАС РФ. 2012. № 4. С. 12–56.

<sup>2</sup> Сарбаш С. В. Обеспечительная передача правового титула // Вестник гражданского права. 2008. Т. 8, № 1. С. 7–93.

<sup>3</sup> Хлюстов П. В. Договор репо: проблема формирования конкурсной массы // Закон. 2013. № 3. С. 141–147.

<sup>4</sup> Хлюстов П. В. Договор репо в гражданском праве: Монография. М.: ИНФРА-М, 2012. С. 59.

<sup>5</sup> Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807–860. 15 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронное издание. Редакция 1.0] / отв. ред. А. Г. Карапетов. М.: М-Логос, 2019. С. 137 (автор комментария к ст. 807 ГК РФ — А. Г. Карапетов).

<sup>6</sup> Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение... С. 91; Хлюстов П. В. Договор репо: проблема формирования конкурсной массы. С. 141–143; Сарбаш С. В. Обеспечительная передача правового титула. С. 17–18.

<sup>7</sup> Beale H., Bridge M., Gullifer L., Lomnicka E. The Law of Security and Title-Based Financing. 3<sup>rd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2018. Para. 7.70. P. 301–302.

Вообще, договоры репо как инструмент титульного финансирования распространены на финансовых рынках всего мира. При этом финансирование осуществляется, как правило, в форме договора репо, а не в форме займа (кредита) под залог<sup>8</sup>. Директива Европейского парламента и Совета Европейского Союза 2002/47/ЕС от 06.06.2002 о механизмах финансового обеспечения<sup>9</sup> (далее — Директива 2002/47/ЕС) признает допустимость использования на территории ЕС сделок репо для привлечения и предоставления финансирования, обеспеченного передачей титула на ценные бумаги. Эту Директиву имплементировали в свое законодательство Нидерланды<sup>10</sup>, Греция, Польша, Португалия, Кипр, Венгрия, Ирландия, Латвия, Литва, Мальта, Чехия, Швеция, Германия, Румыния, Болгария, Дания, Люксембург, Эстония, Бельгия, Финляндия, Хорватия, Италия, Австрия, Словения, Словакия, Испания, а также Великобритания (до 31.01.2020). В Германии сделка репо проверялась на предмет обхода правил о залоге, и, как признают А. В. Егоров и Е. Р. Усманова, большинство исследователей расценили данную конструкцию как приемлемую<sup>11</sup>.

Банк международных расчетов проводил специальное исследование для оценки значения рынков репо для центральных банков разных стран, включая Бельгию, Канаду, Англию, Францию, Италию, Японию, Германию, США, Нидерланды, Швецию<sup>12</sup>. В нем отмечается в том числе, что привлечение финансирования, видимо, является самой очевидной целью договора репо. Ключевая и наиболее привлекательная особенность этого договора заключается в том, что

---

<sup>8</sup> Wood Ph. R. Comparative Law of Security Interests and Title Finance. 3<sup>rd</sup> ed. Vol. 3. London: Sweet & Maxwell, 2019. Para. 39-032.

<sup>9</sup> Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements // O.J. 2002. L 168. P.43–50. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32002L0047&from=EN> (дата обращения — 26.03.2022).

<sup>10</sup> Примечательно, что Центральный банк Нидерландов по состоянию на 1999 г. для осуществления монетарной политики пользовался не договором репо, а займом, обеспеченным залогом, что, по словам авторов исследования Банка международных расчетов, было обусловлено правовыми подходами, принятыми в данном государстве (см. об этом: Implications of repo markets for central banks: Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the central banks of the Group of Ten countries (Basle, 9 March 1999). P. 11. URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs10.pdf> (дата обращения: 26.03.2022)). Действительно, в Нидерландах со вступлением в силу Гражданского кодекса в 1992 г. институт обеспечительной передачи титула оказался под запретом (ст. 3:84(3) ГК Нидерландов) (см.: Wood Ph. R. Comparative Law of Security Interests and Title Finance. 48-081; Security rights in movable property in European private law / E.-M. Kieninger (ed.). Cambridge; New York: Cambridge University Press, 2004. P. 456).

Вместе с тем сегодня на финансовом рынке Нидерландов заключаются договоры репо с целью финансирования (см., напр: QE and securities lending // De Nederlandsche Bank. URL: <https://www.dnb.nl/en/sector-information/financial-markets/qa-and-securities-lending> (дата обращения: 26.03.2022); см. также: Haan L. de, Ende J. W. van den. Banks' responses to funding liquidity shocks: lending adjustment, liquidity hoarding and fire sales // De Nederlandsche Bank (DNB Working Paper No. 293 / April 2011). URL: <https://www.dnb.nl/media/wsxrappe/working-paper-293.pdf> (дата обращения: 27.03.2022)). В последней работе исследовано влияние финансового кризиса 2008 г. на крупнейшие голландские банки и на финансовый рынок, в жизни которого важную роль играют сделки репо. При этом такие сделки определяются как обеспеченное заимствование (REPO — secured wholesale borrowing (repos and securities borrowing)). Более того, в Нидерландах из правила о запрете обеспечительной передачи было специально сделано исключение для сделок на финансовом рынке (ст. 7:55 ГК Нидерландов) (См.: Абашеева Е. Н. Римское право на страже интересов финансового рынка... С. 18). Приведенные сведения призваны опровергнуть точку зрения, согласно которой договоры репо на финансовом рынке в Нидерландах запрещены (см.: Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение... С. 92).

<sup>11</sup> Там же.

<sup>12</sup> Implications of repo markets for central banks: Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the central banks of the Group of Ten countries (Basle, 9 March 1999). P. 11.

передача титула на ценные бумаги предоставляет практически абсолютную защиту от кредитного риска. Отсюда вытекает основное преимущество рынка репо, которое состоит в более низкой стоимости финансирования по сравнению с рынком необеспеченного кредитования. Более того, центральные банки различных стран используют конструкцию репо как один из важнейших инструментов монетарной политики (США — с 1920-х годов, Канады — с 1953 г., ряда других стран — с 1970-х годов, Великобритания, Японии и Швейцарии — с конца 1990-х годов), который, в частности, обеспечивает контроль за ликвидностью в банковской системе<sup>13</sup>.

Вместе с тем к числу хозяйственных целей договора репо относятся также фондирование длинных или коротких<sup>14</sup> позиций по определенным ценным бумагам, увеличение кредитного плеча за счет построения «пирамид репо»<sup>15</sup>, спекуляция за счет изменения ставки репо (процентной ставки)<sup>16</sup> или изменения цены ценных бумаг (в том числе в форме отдельных договоров прямой и обратной продажи, в отличие от договора репо).

В результате можно заключить, что во многих государствах наиболее распространенная цель договора репо заключается в том, чтобы предоставить финансирование, обеспеченное передачей титула на ценные бумаги<sup>17</sup>.

Представляется, что российский законодатель при принятии ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг также исходил из того, что договор репо в первую очередь будет использоваться как инструмент титульного финансирования.

Так, в силу п. 7 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг покупатель по договору репо (кредитор) не вправе обременять ценные бумаги, полученные от продавца (должника). Согласно п. 11 указанной статьи кредитор может быть наделен правом потребовать от должника замены тех ценных бумаг, которые он ранее приобрел у последнего, а п. 12 предоставляет должнику право на замену ранее проданных ценных бумаг. Право кредитора потребовать замены и право должника заменить ценные бумаги напоминают в кредитных отношениях аналогичные права на замену предмета залога, закрепленные в ст. 345 ГК РФ.

Согласно п. 13 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, кредитор как новый собственник ценных бумаг (например, облигаций), хотя и обладает правом на получение дохода по ним (например, купонных выплат), в то же время не имеет полной власти над этими средствами. В силу закона он обязан передать полученные суммы должнику, причем диспозитивная оговорка данного правила ограничена. Стороны могут согласовать всего одну альтернативу, согласно которой на сумму полученных покупателем средств (купонов, дивидендов) будет уменьшена цена второй части договора репо. Установленный предел свободы договора позволяет сторонам построить модель отношений, напоминающую антихрез, когда кредитор получает доход от предмета обеспечения, но не присваивает его безусловно, а за-

---

<sup>13</sup> Ibid.

<sup>14</sup> Короткие позиции (short positions) фондируются за счет займа ценных бумаг, а обеспечением при этом выступают уплаченные в качестве их цены деньги (Ibid. P.5–6).

<sup>15</sup> Деньги, полученные от передачи ценных бумаг по договору репо, используются для покупки ценных бумаг, которые, в свою очередь, передаются по договору репо в целях привлечения дополнительных денег для покупки ценных бумаг и т.д. Кредитное плечо растет при каждой транзакции и ограничивается только требованием о поддержании гарантийного обеспечения ("margin") (Ibid.).

<sup>16</sup> Ожидая, к примеру, роста процентной ставки, лицо занимает деньги на относительно длительный срок и предоставляет их другим лицам на более короткие сроки (Ibid. P.7). Впрочем, отдаленная хозяйственная цель не отменяет того факта, что ближайшая цель (кауза) договоров репо, с помощью которых указанное в примере лицо берет и предоставляет деньги займа, такая же, как в договоре займа (кредита).

<sup>17</sup> Также репо может быть нацелено на предоставление займа ценными бумагами, обеспечением возврата которого выступают уплаченные денежные средства.

считывает в счет возврата кредита. Правило п. 13 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг исходит из того, что покупатель (кредитор) не является полноправным собственником ценных бумаг, иначе он был бы вправе присвоить полученный по ним доход<sup>18</sup>. Его собственность обусловлена целью сделки, которая состоит в обеспеченном кредитовании.

В договор репо может быть включено условие об акселерации долга продавца по второй части сделки на случай нарушения последним обязательств перед покупателем или перед иными лицами (п. 15 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Такое условие типично для кредитных отношений.

Интересное положение содержится в п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. На случай нарушения договора в нем закреплен перечень условий, при которых обязательства сторон по второй части договора репо прекращаются. В отсутствие хотя бы одного из них обязательства не могут считаться прекращенными. Рассмотрим данные условия на следующих примерах.

Допустим, должник нарушил договор, просрочив уплату цены по второй части договора (не выкупил обратно ценные бумаги). Значит, он должен уплатить кредитору остаток долга, т.е. денежные средства в сумме, на которую цена по второй части договора превышает стоимость ценных бумаг, находящихся у кредитора (подп. 2 п. 16 ст. 51.3 Закона). Если, например, стоимость ценных бумаг упадет до нуля (в том числе при банкротстве эмитента), то должник в силу закона будет вынужден уплатить кредитору цену по второй части договора репо в полном объеме. Заметно, что обязанность должника похожа на обязанность клиента в обеспечительном факторинге уплатить остаток долга при недостаточности платежа должника по уступленному требованию (п. 2 ст. 831 ГК РФ), а также на обязанность заемщика уплатить сумму долга в полном объеме при утрате предмета залога по обстоятельству, за которые ни одна из сторон не отвечает (абз. 1 п. 3 ст. 334, п. 1 ст. 344 ГК РФ).

Представим, что должник хотя и просрочил уплату цены по второй части договора, но стоимость ценных бумаг, находящихся у кредитора, существенно возросла. Обязательство возникнет уже на стороне кредитора и будет состоять в возврате излишка. Он будет должен возвратить должнику или деньги, или ценные бумаги в той сумме, на которую их стоимость превысила цену второй части договора (подп. 1 п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Как видно, обязанность кредитора напоминает обязанность фактора возвратить излишек в договоре обеспечительного факторинга (п. 2 ст. 831 ГК РФ), а также обязанность кредитора возвратить излишек в случае, если выручка от продажи предмета залога превышает сумму обеспеченного обязательства (абз. 2 п. 3 ст. 334 ГК РФ)<sup>19</sup>.

Примечательно, что правило о прекращении обязательств, в отличие от некоторых других норм ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, не содержит диспозитивной оговорки, как не содержат ее те же правила в п. 2 ст. 831 ГК РФ для обеспечительного факторинга. Также императивной является норма о возврате излишка залогодателю (абз. 2 п. 3 ст. 334 ГК РФ).

---

<sup>18</sup> Доход по ценным бумагам, полученный покупателем, не считается его доходом для целей налогообложения (см. п. 7 ст. 214.3 НК РФ).

<sup>19</sup> Впрочем, при толковании п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг аналогии с займом под залог уместны тогда, когда цена по второй части договора состоит из суммы предоставленного финансирования (цены по первой части договора) и ставки репо (процентной ставки за пользование финансированием). В ином случае (например, когда цена привязана к рыночной стоимости ценных бумаг) договор репо может отражать цель хеджирования риска изменения стоимости данных бумаг (или спекуляции).

К признакам кредитной цели договора репо следует отнести так называемый маржин колл (margin call), т. е. обязанность должника поддерживать определенную стоимость обеспечения (п. 14 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Данное правило обусловлено волатильностью котировок ценных бумаг. Если их цена упадет ниже размера долга (цены второй части договора), кредитор будет вынужден принять кредитный риск должника, т. е. будет зависеть от того, исполнит ли он свои обязательства. Чтобы избежать кредитного риска, покупатель включает в договор условие о том, что должник обязан предоставлять ценные бумаги или денежные средства для поддержания должной стоимости обеспечения (margin call). Если должник исправно выполняет данное обязательство, покупатель практически свободен от кредитного риска контрагента. По тем же соображениям в практике коммерческого кредитования на должника возлагается обязанность предоставить дополнительное обеспечение (как правило, дополнительный залог) тогда, когда стоимость текущего залога снизилась. Нарушение часто служит основанием для акселерации долга.

Говоря о цели договора репо, А. Г. Карапетов отмечает, что в силу п. 17 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг покупатель, по общему правилу, вправе свободно распоряжаться приобретенными ценными бумагами. По его мнению, указанное условие заставляет усомниться в том, что цель договора репо состоит в титульном финансировании<sup>20</sup>. Действительно, право продать предмет обеспечения до нарушения должником обязательства нехарактерно для обеспечительных отношений. И все же само по себе право кредитора продать ценные бумаги не отменяет его обязанность возвратить их по второй части договора репо. Право кредитора распоряжаться предметом обеспечения широко распространено на финансовых рынках<sup>21</sup> и обусловлено спецификой предмета договора<sup>22</sup>. Благодаря такому условию кредитор может зарабатывать спекулятивный доход до тех пор, пока не придет время вернуть ценные бумаги. Для этого ему придется приобрести их на рынке, если ранее он их продал. К тому же общее правило п. 17 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, при котором кредитор может извлекать спекулятивный доход, сосуществует с императивным правилом о запрете обременять ценные бумаги (абз. 2 п. 7 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Иными словами, спекулятивные операции не снимают с кредитора обязанность вернуть предмет обеспечения в прежнем виде, т. е. свободным от обременений. Таким образом, право кредитора продать ценные бумаги хотя и необычно для обеспечительных отношений, но с учетом устройства финансовых рынков и специфики актива оно все же не отменяет обеспечительную цель рассматриваемой сделки.

Серьезные сомнения в обеспечительной цели договора репо возникают тогда, когда стороны предусмотрели, что кредитор обязуется вернуть не те же, а другие

---

<sup>20</sup> Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807–860. 15 Гражданского кодекса Российской Федерации.

<sup>21</sup> В соответствии с Директивой 2002/47/ЕС, которая распространяется также на операции титульного финансирования, включая репо в отношении финансовых активов (financial collateral), понятие использования предмета обеспечения (use of collateral) трактуется предельно широко. Так, согласно ст. 5 Директивы 2002/47/ЕС соглашением может быть предусмотрено право кредитора использовать предмет обеспечения в виде финансовых инструментов и распоряжаться им. Впрочем, последнее не опровергает обеспечительную цель операции и объясняется особенностями рынка финансовых активов (см.: *Beale H., Bridge M., Gullifer L., Lomnicka E. The Law of Security and Title-Based Financing. Paras. 3.13–3.15, 7.70. P. 41–42, 301–302*).

<sup>22</sup> Кредитору предоставляется право распоряжаться предметом обеспечения (right to reuse), поскольку он состоит из денежных или квазиденежных активов, т. е. активов с крайне высокой ликвидностью, которые торгуются на весьма развитом и оживленном рынке (см.: *Wood Ph. R. Comparative Law of Security Interests and Title Finance. Paras. 39–032, 48–038*).

ценные бумаги (п. 9 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Прежде следует сказать, что обязанность покупателя вернуть те же ценные бумаги не нужно понимать буквально: бездокументарные бумаги, как и безналичные средства на счете, нередко смешиваются на лицевых счетах их владельцев. Они (ценные бумаги) поддаются идентификации за счет сведений об эмитенте, выпуске и об удостоверяемом ими объеме прав. Кредитор, как правило, не сможет возратить точно те же ценные бумаги, которые приобрел по первой части договора репо. Он обязан передать должнику такие же бумаги, т. е. ценные бумаги того же эмитента, выпуска и удостоверяющие тот же объем прав. Однако п. 9 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг позволяет сторонам отклониться даже от этого правила. Кредитору можно разрешить вернуть не такие же, а другие ценные бумаги, в том числе удостоверяющие иной объем прав и (или) эмитированные иным лицом. Представляется, что данное условие тоже не исключает кредитно-обеспечительную цель рассматриваемой сделки.

В том, что касается уникальных свойств и качеств, ценные бумаги не похожи на вещи. Зачастую ценные бумаги в портфеле продавца (должника) выполняют конкретную роль, которая определяется кредитным риском эмитента, доходностью, валютой номинала и пр. — в общем, финансовыми признаками. Ту же роль в портфеле должника столь же успешно могут выполнять многие ценные бумаги, если они обладают такими же признаками. Для должника они будут функционально тождественны предмету договора<sup>23</sup>. Особенности ценных бумаг и финансовых рынков, в том числе широкое предложение эквивалентных бумаг, позволяют ослабить действие правила о возврате должнику того же предмета обеспечения.

Как видим, многие положения российского законодательства ориентированы на то, что договор репо заключается для титульного финансирования (обеспеченного кредитования). Вместе с тем ни одна норма не запрещает использовать его в иных целях. Значит, в случае возникновения спора возникнет необходимость определить цель такого договора. Но как отличить кредитное репо от иного (например, спекулятивного) репо?

Важнейшим признаком кредита является процент. В кредитном репо цена второй части договора будет превышать цену его первой части (ставка репо), а размер превышения, как правило, будет соответствовать стоимости финансирования с учетом рыночной ставки процента и срока кредитования<sup>24</sup>. На кредитную цель договора репо будет указывать обязанность должника поддерживать должный размер (стоимость) обеспечения (п. 14 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг) или заменить его. Кредитная цель также проявится в обязанности должника уплатить остаток долга и в обязанности кредитора вернуть излишек согласно специальным правилам прекращения обязательств (п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Наряду с прочими признаками о кредитной цели будут свидетельствовать запрет кредитору отчуждать и обременять ценные бумаги, его право направлять доход, полученный по ценным бумагам, в счет погашения второй части

---

<sup>23</sup> Уместна аналогия с обеспечительным платежом. Согласно ст. 381.1 ГК РФ обязательство может быть обеспечено внесением денежной суммы. Если обязательство исполнено надлежащим образом (или оно не возникло), обеспечительный платеж (т. е. денежные средства) должен быть возвращен должнику. Закон не требует возврата тех денежных средств, которые были перечислены должником. Неважно, что они смешались со средствами на счете кредитора, что они эмитированы иным коммерческим банком. Важно, что для должника нет разницы, какие именно денежные средства будут ему возвращены. Ценные бумаги, указанные в ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, по своим свойствам гораздо ближе к денежным средствам, чем к вещам.

<sup>24</sup> Согласно п. 4 и 5 ст. 214.3 НК РФ указанное превышение цены второй части договора репо над ценой его первой части рассматривается как доход покупателя (кредитора) в виде процентов по займу и одновременно как расход продавца в том же виде.

договора репо, условия о досрочном исполнении второй части (об акселерации долга) в связи с увеличением кредитного риска должника (например, неплатеж должника кредитору или третьему лицу) и пр.

Возвращаясь к тому, что представляет собой существо договора репо (п. 21 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг), отметим, что, во-первых, не все договоры репо тождественны по своему существу, потому что их цели могут быть различны, и, во-вторых, цель и существо большинства таких договоров состоят в обеспеченном кредитовании, т. е. в предоставлении займа (кредита) с условием о передаче прав на ценные бумаги с целью обеспечения его возврата. Именно последние договоры являются предметом настоящей работы.

Таким образом, при наличии отмеченных признаков кредитной цели существо договора репо состоит в обеспеченном кредитовании (ст. 329 ГК РФ), и, следовательно, общие положения ГК РФ о купле-продаже отступят тогда, когда будут противоречить данной цели (п. 21 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг).

## **2. Структура отношений, предмет и субъекты договора репо**

Переведем законодательную конструкцию договора репо на язык титульного финансирования.

По первой части договора репо продавец (заемщик, должник) получает от покупателя (займодавец, кредитора) цену договора (сумму займа) и передает кредитору право собственности на ценные бумаги (предмет обеспечения). По второй части договора репо продавец (заемщик, должник) уплачивает цену выкупа (возвращает сумму займа, уплачивает проценты) и получает ценные бумаги обратно (обеспечение прекращается). Цена обратного выкупа ценных бумаг, как правило, больше, чем цена их покупки по первой части договора, потому что заемщик обязан не только вернуть сумму займа, но и уплатить процент. Разница между ценами первой и второй части договора выступает платой за пользование займом, которая зависит от цены денег во времени (процентной ставки) и срока пользования ими. В свою очередь, время между уплатой цены по первому и второму договору — это срок пользования займом.

Права на ценные бумаги по первой части договора репо передаются кредитору с целью обеспечить обязательство должника по возврату суммы займа и по уплате процентов. Так, кредитор сохраняет право собственности до тех пор, пока не будет уплачена цена по второй части договора репо. Обратный переход прав на ценные бумаги от кредитора к должнику по второй части происходит тогда, когда обеспеченное обязательство исполнено (цена второй части уплачена), и представляет собой прекращение обеспечения (п. 4 ст. 329 ГК РФ).

Таким образом, отношения сторон по договору репо состоят из заемной и обеспечительной частей. Важно, что указанные части не тождественны двум договорам купли-продажи, из которых технически состоит договор репо. В частности, первый договор купли-продажи охватывает предоставление займа и передачу ценных бумаг с целью обеспечения, а второй — возврат займа и прекращение обеспечения. В связи с этим договор репо не следует разделять на два отдельных договора купли-продажи, пусть подобное разделение и кажется возможным и даже необходимым, в том числе в корпоративной или банкротной сфере<sup>25</sup>. Оно

---

<sup>25</sup> Например, кредитное репо, если оно подлежит корпоративному одобрению, должно восприниматься как обеспеченный заем, а не как два договора купли-продажи. Та же рекомендация касается оспаривания договора репо в рамках банкротства одной из его сторон.



приведет к отрицанию каузы сделки, вследствие чего пострадают основные интересы сторон.

В п. 1 и 2 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг установлено специальное требование к предмету договора репо. В качестве такового могут использоваться только ценные бумаги: эмиссионные ценные бумаги российского эмитента (акции, облигации, депозитарные расписки и пр.); инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда, доверительное управление которым осуществляет российская управляющая компания; клиринговые сертификаты участия; акции или облигации иностранного эмитента; инвестиционные паи или акции иностранного инвестиционного фонда; ценные бумаги иностранного эмитента, удостоверяющие права в отношении ценных бумаг российского и (или) иностранного эмитента.

Требование о специальном предмете означает, что договором репо формально не считаются два договора купли-продажи, заключенных между одними и теми же сторонами в отношении объекта иного, чем указанные ценные бумаги<sup>26</sup>. Сказанное верно еще и потому, что поименованные в названной статье ценные бумаги по сравнению с иными объектами (например, вещами) обладают важными особенностями. Они высоколиквидны, их продажа зачастую мгновенна, их цены известны, а обладание ими часто обусловлено исключительно их финансовыми качествами (риск, доходность, ликвидность), набор которых не уникален. Именно благодаря этим особенностям стали возможны многие правила ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, и прежде всего правила о прекращении обязательств на случай неплатежа заемщика (п. 16 названной статьи).

В абз. 1 п. 1 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг установлены особые требования к субъектному составу договора репо. Его сторонами могут быть, в частности, брокер, дилер, депозитарий, управляющий, клиринговая организация, кредитная организация. Участие физического лица в договоре репо ограничено. Впрочем, последнее обусловлено не столько тем, что титульное финансирование слишком рискованно для гражданина, сколько тем, что физическое лицо не может принимать участие в организованных торгах без помощи профессионального посредника.

Нормы о специальном предмете и субъекте договора репо ограничивают действие ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. Допустим, стороны, руководствуясь кредитно-обеспечительной целью, заключили два связанных друг с другом договора о продаже и обратной покупке. Однако предметом этих договоров были не ценные бумаги, а, скажем, доли в обществе с ограниченной ответственностью или одной из их сторон был, например, индивидуальный предприниматель. Можно ли тогда применять ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг? Ее нельзя применять по аналогии (ст. 6 ГК РФ), так как говорить о пробеле в данном случае невозможно. Предмет (ценные бумаги) и стороны (участники финансового рынка) суть те критерии, которые положены в основу специального регулирования договора репо, причем не только в России, но и в иностранных правовых порядках<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Например, ранее встречались судебные дела, в которых суд признавал договором репо две купли-продажи объекта недвижимого имущества (см. Постановления ФАС Восточно-Сибирского округа от 30.08.1999 № А19-12257/98-23-Ф02-1474/99-С2, от 25.02.2000 по делу № А19-12257/98-23/99-20-Ф02-268/00-С2).

<sup>27</sup> См. рекомендации 4(с) Руководства ЮНСИТРАЛ для законодательных органов по обеспеченным сделкам (Нью-Йорк: ООН, 2010. С. 69. URL: <https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/ru/lgst-r.pdf> (дата обращения: 26.03.2022)), согласно которым законодательство об обеспеченных сделках не должно применяться к сделкам с ценными бумагами.

Однако неприменимость ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг сама по себе не означает, что схожие отношения, в том числе два договора купли-продажи с кредитно-обеспечительной целью, должны регулироваться принципиально иначе.

### 3. Договор репо в судебно-арбитражной практике

Отношение судебной практики к конструкции договора репо менялось с течением времени. Первое дело, которое обычно упоминают в данном контексте, было рассмотрено Президиумом ВАС РФ (далее — также ВАС РФ). В Постановлении от 06.10.1998 № 6202/97 (далее — Постановление № 6202/97) он отрицательно ответил на вопрос о законности договоров о продаже и обратной покупке акций.

Обстоятельства дела заключались в том, что компания продала банку акции за 500 млн руб., а затем по прошествии определенного срока должна была заплатить ему цену по договору об обратной покупке данных акций в размере 700 млн руб. Примечательно, что передача титула на акции использовалась не только для обеспечения возврата полученной суммы (500 млн руб.) с процентами (200 млн руб.), но и для обеспечения возврата кредита, полученного на основании отдельного договора с банком. В кредитном договоре стороны прямо указали на то, что возврат кредита обеспечивается передачей права собственности на акции. Кредитный долг составил 500 тыс. долл. США, которые были возвращены компанией. Однако она не уплатила 700 млн руб., и банк отказался от договора обратной покупки акций.

ВАС РФ посчитал, что воля сторон была направлена на заключение договора залога акций, который обеспечивал возврат кредита, а значит, договоры купли-продажи являются притворными (п. 2 ст. 170 ГК РФ). Фактическая ошибка Постановления № 6202/97 состояла в том, что суд не увидел весь перечень обеспечиваемых обязательств: обеспечивался не только кредитный долг, но и долг, выраженный в форме цены обратной покупки. Правовая ошибка заключалась в том, что суд посчитал сделки притворными, а должен был, признав сделки незаконными, указать на обход норм законодательства о залоге (ст. 10 и ст. 168 ГК РФ).

Важно, что на дату рассмотрения данного спора закон не допускал иного порядка обращения взыскания на предмет залога и его реализации, помимо судебной процедуры и публичных торгов. В результате ВАС РФ постановил вернуть акции компании, а банку присудил 500 млн руб., уплаченных им по первому договору купли-продажи акций. Соответственно, компания бесплатно пользовалась финансированием банка в размере 500 млн руб., а затем получила назад необремененные акции. Банк остался с необеспеченным долгом и был лишен права на проценты. ВАС РФ принял бы более справедливое и продуманное решение, если бы оценил стоимость акций на дату отказа банка от договора об их обратном выкупе, соотнес указанную стоимость с размером цены их обратного выкупа и указал на право компании взыскать с банка излишек (при его наличии). Именно так дело было бы решено сегодня со ссылкой на п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг.

До появления указанной позиции нижестоящие суды не рассматривали сделку репо как притворную. В одном из дел стороны использовали договор репо для предоставления кредита и обеспечения его возврата. ФАС Московского округа отметил, что сделки репо широко распространены на финансовом рынке, каких-либо препятствий для заключения именно кредитного договора под залог ценных бумаг не имелось, отсутствовали основания что-либо «прикрывать»<sup>28</sup>. Однако в дальнейшем нижестоящие суды применяли правовую позицию Президиума ВАС

<sup>28</sup> Постановления ФАС Московского округа от 27.04.1999 № КГ-А40/1118-99, от 04.02.1999 № КГ-А40/69-99.

и в ряде других дел признавали соответствующие договоры купли-продажи притворными сделками со ссылкой на ст. 170 ГК РФ<sup>29</sup>.

Тем не менее правовая система России не могла не учитывать практику заключения сделок репо, которая широко распространялась на финансовых рынках, а также аналогичную практику зарубежных стран. Законодатель, движимый фискальными интересами, установил особенности определения налоговой базы по операциям репо в ст. 282 НК РФ, а судебная практика, позабыв Постановление № 6202/97, начала постепенно признавать данные сделки законными. В одном из постановлений ФАС Дальневосточного округа указал, что продажа эмиссионных ценных бумаг с обратной покупкой допускается законом в ст. 282 НК РФ, а также пояснил, что в силу п. 2 ст. 421 ГК РФ стороны свободны в заключении договора, не предусмотренного законом<sup>30</sup>.

В итоге реальная жизнь и потребности оборота побудили ВАС РФ отказаться от идеи перекалфикации договора репо в заем под залог посредством применения п. 2 ст. 170 ГК РФ. Так, в Постановлении от 14.10.2008 № 12886/07 по делу № А45-12751/06-4/244-9 Президиум ВАС РФ признал законными сделки репо с ценными бумагами. Любопытно, что закон, санкционировавший комиссорную оговорку (*lex commissoria*), т. е. разрешавший сторонам договориться о том, что предмет залога поступит в собственность залогодержателя, еще не был принят ни на дату заключения сторонами спорных сделок по этому делу, ни на дату вынесения указанного Постановления. Другими словами, стороны в рассматриваемом споре действовали в обход закона о продаже залога с публичных торгов, точно так же как в деле, рассмотренном в 1998 г. Однако на сей раз ВАС РФ никакого значения данному обстоятельству не придал<sup>31</sup>.

С 11 января 2009 г. вступил в силу Федеральный закон от 30.12.2008 № 306-ФЗ, которым в Закон РФ от 29.05.1992 № 2872-1 «О залоге» были внесены изменения. В ст. 28.1 указанного Закона была разрешена комиссорная оговорка. С 1 января 2010 г. вступил в силу Федеральный закон от 25.11.2009 № 281-ФЗ, которым была введена в действие ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг.

Как и следовало ожидать, перечисленные новеллы и позиция Президиума ВАС, высказанная в 2008 г., закрыли вопрос о перекалфикации договора репо в заем под залог. Примеры попыток сторон добиться признания договора репо притворной сделкой крайне редко встречаются в практике арбитражных судов<sup>32</sup>.

<sup>29</sup> См., напр.: Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 02.03.2005 № А19-14857/04-47-Ф02-73/05-С2; Постановление ФАС Московского округа от 22.05.2006, 29.05.2006 № КГ-А40/4347-06 по делу № А40-42644/05-132-332; Постановление ФАС Северо-Западного округа от 22.11.1999 № 2361.

<sup>30</sup> Постановление ФАС Дальневосточного округа от 07.06.2005 № Ф03-А51/05-1/1423; см. также: Постановление ФАС Северо-Западного округа от 12.01.2005 г. по делу № А56-6381/04.

<sup>31</sup> Изменения в Закон РФ от 29.05.1992 № 2872-1 «О залоге» были внесены Федеральным законом от 30.12.2008 № 306-ФЗ, вступившим в силу с 11.01.2009. Р.С. Бевзенко отмечает, что изменение позиции Президиума ВАС РФ могло быть связано с тем, что к концу 2008 г. уже можно было ожидать, что запрет на реализацию предмета залога иначе, чем на публичных торгах, вскоре будет отменен (см.: *Бевзенко Р. С.* Очерк теории титульного обеспечения // Вестник гражданского права. 2021. Т. 21, № 2 (СПС «КонсультантПлюс»)).

<sup>32</sup> Постановление Восемнадцатого арбитражного апелляционного суда от 23.03.2009 № 18АП-1548/2009 по делу № А07-1798/2008 (несмотря на то что и договоры заключены, и спор рассмотрен до введения в действие ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, суд сослался на принцип свободы договора (ст. 421 ГК РФ) и последовательно разграничил сделку репо и залог); Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 09.08.2011 № 09АП-17180/2011, 09АП-18352/2011 по делу № А40-22155/11-34-193 (на дату договора репо еще не было ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, но суд отметил, что такие сделки распространены в обороте и что стороны не ограничены в праве привлекать финансирование с помощью договора займа или договоров продажи и обрат-

Ни одна из таких попыток успехом не увенчалась. Можно сказать, что сегодня договорам репо не угрожает перекалфикация в заем под залог.

Арбитражные суды, отвечая на вопрос о законности договора репо, специально не высказывались о том, в чем состоит его существо (п. 1 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Вместе с тем, сравнивая договор репо с займом под залог, суд каждый раз неявно указывал на его кредитную цель.

Так, ФАС Дальневосточного округа, говоря об особой цели договора репо в одном из постановлений, указал: «Формальной целью сделки РЕПО является временное предоставление финансовых средств под уступку права собственности имущества или залог имущества. Имущество в данном случае, выступающее в качестве предмета договора, выполняет функцию обеспечения возврата кредита, аналогичную той, которую выполняет залог»<sup>33</sup>. Похожую позицию занял ФАС Московского округа в Постановлении от 16.11.2011 по делу № А40-22155/11-34-193, в котором отметил, что законодательство не ограничивает субъектов оборота в аккумуляции свободных денежных средств с помощью продажи имеющегося у истца имущества с одновременным заключением договора об обратном выкупе того же имущества. Вместе с тем суд указал, что допустимо применять к отношениям сторон общие положения о договорах купли-продажи, но только в той мере, в которой это не будет вступать в противоречие с конечными целями сделок и с согласованной действительной волей сторон, а также смыслом договоров в целом.

В последние десять лет практика арбитражных судов состоит в основном из банкротных споров. Поскольку одна из сторон договора репо впадает в банкротство, постольку суд разрешает споры о включении в реестр требований кредиторов требования из данного договора, а также о его оспаривании по специальным основаниям, установленным в Федеральном законе от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (далее — Закон о банкротстве). Тем не менее в указанных делах суды также сталкиваются с вопросом, с которого началось настоящее исследование, — с вопроса о существовании и цели заключения рассматриваемого договора.

Весьма непросто, например, обосновать равноценность продажи ценных бумаг, не затрагивая вопрос о существовании (цели) договора репо. Если стороны преследуют не цель обмена товара на деньги, как в обычной продаже, а кредитную цель, при которой товар выступает обеспечением возврата кредита, то цена первой части договора репо (сумма кредита) будет, как правило, меньше, чем рыночная стоимость ценных бумаг (стоимость обеспечения). Игнорирование существа отношений сторон, разрыв договора репо на две отдельные сделки о продаже и буквальное применение п. 1 ст. 61.2 Закона о банкротстве приведет к несправедливому результату: продажа будет признана недействительной как сделка с неравноценным встречным исполнением. Между тем оценке следует подвергнуть вовсе не продажу, а совокупность сделок, состоящих в обеспеченном кредитовании.

Подобный спор был рассмотрен Одиннадцатым арбитражным апелляционным судом в Постановлении от 21.11.2018 № 11АП-13506/2018 по делу № А65-5821/2017. Суд отказал в признании первой части договора репо недействительной, потому что, согласно проведенной судебной оценочной экспертизе паев

---

ного выкупа имущества). После 2011 г. встретилось одно дело, в котором заявитель ссылался на притворность договора репо (см.: Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 16.02.2021 № 13АП-34954/2020 по делу № А56-3346/2020). Однако указанное заявление было ожидаемо отклонено.

<sup>33</sup> Постановление ФАС Дальневосточного округа от 04.09.2012 № Ф03-3075/2012 по делу № А51-8533/2010.

инвестиционного фонда, отклонение цены от рыночной стоимости было незначительным. Однако проводить экспертизу в данном деле было вовсе не обязательно. Первая часть договора репо не подлежала оспариванию отдельно от второй части, на что справедливо обратил внимание АС Поволжского округа, оставляя в силе судебный акт апелляционной инстанции<sup>34</sup>. Следует добавить, что с учетом кредитной цели договора его оспаривание по признаку неравноценного встречного исполнения было исключено, независимо от того, насколько существенным было отклонение цены первой и второй частей договора от рыночной стоимости ценных бумаг. Оспаривание договора было исключено, так же как было бы исключено оспаривание кредита под залог на том основании, что стоимость предмета залога превышает сумму кредита. Следует, впрочем, уточнить, что оспаривание договора репо по ст. 61.2 Закона о банкротстве возможно тогда, когда размер процентов (ставка репо, разница цен по первой и второй частям договора) существенно превышает рыночную процентную ставку.

В Постановлении АС Московского округа от 12.12.2017 № Ф05-10298/2016 по делу № А40-151926/2015 суд столкнулся с оспариванием в рамках банкротства должника первой части договора репо, причем рыночная стоимость облигаций практически в два раза превышала цену договора (сумму займа). Суды совершенно правильно отказали в удовлетворении исковых требований, не приняли отчет об оценке и отказали в проведении судебной оценочной экспертизы. Более того, окружной суд, принимая во внимание кредитную цель договора, указал, что помимо оспаривания сделок в арсенале управляющего имеется и другой способ пополнения конкурсной массы — взыскание денежных средств с учетом ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. Очевидно, суд имел в виду взыскание излишка в виде превышения стоимости облигаций над ценой второй части договора репо.

В другом деле АС Волго-Вятского округа предстояло ответить на вопрос, может ли конкурсный управляющий должника-банкрота отказаться от второй части договора репо со ссылкой на ст. 102 Закона о банкротстве<sup>35</sup>. Управляющий утверждал, что исполнение второй части договора препятствует восстановлению платежеспособности должника. Суд признал отказ недействительным, потому что управляющий не доказал, что сделка по выкупу акций будет препятствовать восстановлению платежеспособности должника или повлечет за собой убытки по сравнению с аналогичными сделками, заключаемыми при сравнимых обстоятельствах. Суд правильно разрешил спор, но из-за ссылки на аналогичные сделки суть отношений по договору репо осталась без внимания. Договор заключался с кредитной целью: инвестиционные паи по первой части договора продавались по 2230 руб. за пай, а по второй части они выкупались по 2531 руб. Учитывая, что о выкупе паев продавец заявил по истечении года после их продажи, разница цен (ставка репо) эквивалентна примерно 14 % годовых. Соответственно, суду следовало обосновать незаконность не ссылкой на аналогичные сделки, а тем, что ст. 102 Закона о банкротстве не допускает отказ от договора кредита (займа), как и от договора залога<sup>36</sup>.

<sup>34</sup> См. Постановление АС Поволжского округа от 28.03.2019 № Ф06-23797/2017 по делу № А65-5821/2017; см. также аналогичную позицию в Постановлении АС Московского округа от 18.01.2018 № Ф05-10298/2016 по делу № А40-151926/2015.

<sup>35</sup> Постановления АС Волго-Вятского округа от 26.08.2015 № Ф01-2992/2015 по делу № А43-19978/2014 и от 04.09.2015 № Ф01-3033/2015 по делу № А43-19982/2014.

<sup>36</sup> См. п. 8 Постановления Пленума ВАС РФ от 23.07.2009 № 58 «О некоторых вопросах, связанных с удовлетворением требований залогодержателя при банкротстве залогодателя».

Договор репо как инструмент титульного финансирования также был предметом рассмотрения ВС РФ<sup>37</sup>. Спор состоял во взыскании цены по второй части договора<sup>38</sup>.

Согласно обстоятельствам дела, стороны заключили договор репо с той целью, чтобы банк предоставил финансирование заемщику. Первая часть договора была исполнена: финансирование было предоставлено. Однако впоследствии у банка (далее — кредитор, займодавец) была отозвана лицензия и в его отношении была введена процедура конкурсного производства. Контрагент по договору репо (далее — должник, заемщик) сообщил о готовности уплатить цену второй части договора и просил подтвердить готовность кредитора вернуть ценные бумаги, в том числе с учетом отзыва у него лицензии. Последний не ответил и не передал ценные бумаги, а впоследствии обратился с иском о взыскании цены по этой части.

ВС РФ должен был принять во внимание несколько важных обстоятельств: с одной стороны, кредитное существо договора репо предполагает, что при уплате цены по его второй части (при возврате кредита с процентами) ценные бумаги должны быть возвращены продавцу (обеспечение должно быть прекращено (п. 4 ст. 329 ГК РФ)); с другой стороны, обязанность кредитора вернуть ценные бумаги противоречила специальным правилам о распоряжении имуществом, составившим конкурсную массу займодавца.

Для разрешения указанной коллизии ВС РФ предложил нижестоящим судам две нормы. Во-первых, норма п. 2 ст. 328 ГК РФ позволяет не исполнять обязательство в ситуации предвидимого нарушения встречного обязательства. При этом ВС РФ исходил из того, что кредитор не смог бы вернуть ценные бумаги в обход установленного порядка продажи имущества конкурсной массы. Во-вторых, норма п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг содержит особые правила прекращения обязательств из договора репо, которые применяются при нарушении одной из сторон своих обязательств.

Нижестоящие суды в ходе нового рассмотрения дела избрали первый вариант и применили п. 2 ст. 328 ГК РФ. Займодавцу было отказано в иске с учетом того, что ценные бумаги уже являются частью его конкурсной массы и он не смог бы их вернуть<sup>39</sup>. Между тем норма п. 2 ст. 328 ГК РФ не помогает понять, прекратились ли (и в какой момент) обязательства сторон договора репо. Решение нижестоящих судов привело к искусственному разрыву единого договора репо на два отдельных договора купли-продажи. В результате спор свелся к тому, обязан ли должник уплатить цену по второму договору купли-продажи, если известно, что кредитор не передаст ценные бумаги.

С применением п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг в данном деле, как представляется, возникли сложности. Согласно этой норме обязательства сторон по договору репо прекращаются автоматически в случае его нарушения любой из сторон. Однако прекращение в порядке п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг по условиям договора нередко обусловлено волеизъявлением

---

<sup>37</sup> Определение ВС РФ от 27.08.2019 г. № 305-ЭС19-4324 по делу № А40-109356/2017. Указанное Определение послужило основой для п. 17 Обзора судебной практики ВС РФ № 4 (2019) (утв. Президиумом ВС РФ 25.12.2019).

<sup>38</sup> Важный вопрос также состоял в том, включается ли предмет титульного финансирования в конкурсную массу кредитора. ВС РФ уклонился от ответа. В свою очередь нижестоящие суды, основываясь на буквальном толковании закона, ответили на этот вопрос положительно.

<sup>39</sup> См. Постановление АС Московского округа от 29.07.2020 № Ф05-3887/2018 по делу № А40-109356/2017.

одной из сторон<sup>40</sup>. Например, в договорах репо кредитных организаций с Банком России именно от уведомления стороны зависит начало так называемой процедуры урегулирования, т. е. прекращения обязательств по договору репо согласно п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг<sup>41</sup>. Видимо, в данном деле стороны тоже обусловили прекращение обязательств волеизъявлением одной из сторон. Иначе п. 2 ст. 328 ГК РФ не подлежал бы применению, а обязательства сторон подлежали бы прекращению в дату неплатежа заемщика (25.02.2016) согласно п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. Если же стороны обусловили прекращение обязательств уведомлением, то в отсутствие такового у судов не было оснований для применения п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг.

Спор не удалось правильно разрешить ни с помощью п. 2 ст. 328 ГК РФ, ни с помощью п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. Между тем были и другие нормы, применение которых определялось существом договора репо.

Цена по второй части договора (228 млн руб.) превышала цену по его первой части (220 млн руб.), причем эти цены были фиксированными и не зависели от рыночной стоимости ценных бумаг. Разница между ними (8 млн руб.) составляла проценты за три месяца, эквивалентные ставке 14,5 % годовых (ключевая ставка ЦБ РФ на дату договора — 11 %<sup>42</sup>). Также по условиям договора досрочное исполнение его второй части (уплата цены) было невозможно без согласия кредитора. Следовательно, договор репо носил кредитно-обеспечительный характер.

#### 4. Правила, подлежащие применению

В литературе предлагается применять к отношениям сторон из договора репо нормы о залоге по аналогии (п. 1 ст. 6 ГК РФ)<sup>43</sup>.

На первый взгляд, нормы о залоге помогли бы ВС РФ решить спор более справедливо. Так, нижестоящие суды оставили ценные бумаги кредитору, но отказали ему в иске о взыскании цены по второй части договора репо. Применяя по аналогии ст. 334 ГК РФ, к займодавцу следовало бы отнести не как к собственнику ценных бумаг, а как к предоставившему кредит залогодержателю. В связи

---

<sup>40</sup> Стороны могут быть заинтересованы в том, чтобы прекращение обязательств происходило не автоматически, а при направлении уведомления ненарушившей стороной. Должник может быть заинтересован в выкупе акций (например, рассчитывает сохранить корпоративный контроль над эмитентом), тогда как автоматическое прекращение, в том числе при незначительной просрочке, лишит его такой возможности, причем независимо от воли кредитора.

<sup>41</sup> См. п. 6.9 Условий совершения Банком России и кредитной организацией сделок РЕПО на организованных и не на организованных торгах в Российской Федерации (приложение 2 к информационному письму Банка России от 02.11.2016 № ИН-05-19/76 «О новой форме генерального соглашения, содержащей общие условия совершения Банком России и кредитной организацией сделок РЕПО на организованных торгах и не на организованных торгах в Российской Федерации»). Стороны также вправе установить дату автоматического прекращения обязательств по правилам п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг на случай банкротства или отзыва лицензии у одной из них. В частности, в п. 3 Порядка прекращения обязательств с введением процедур банкротства кредитной организации (приложение 2 к указанным Условиям) установлено, что датой прекращения обязательств сторон на случай банкротства кредитной организации является дата, предшествующая дате назначения временной администрации кредитной организации или дате отзыва у нее лицензии (в зависимости от того, какая из дат наступила ранее).

<sup>42</sup> [https://www.cbr.ru/hd\\_base/KeyRate](https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate).

<sup>43</sup> *Егоров А. В.* Дело «ОАО «Кит Финанс Инвестиционный банк» о включении в реестр требований кредиторов ОАО «ВИНАП» требований по сделке РЕПО» // Правовые позиции Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации: Избранные постановления за 2008 год с комментариями / Высш. Арбитр. Суд РФ; под ред. Председателя ВАС РФ А. А. Иванова. М.: Статут, 2012. С. 101–110; *Егоров А. В., Усманова Е. Р.* Залог и титульное обеспечение... С. 92–93.

с этим ценные бумаги не были бы частью его конкурсной массы, а подлежали бы возврату заемщику, который считался бы их собственником. Таким образом, суды должны были бы квалифицировать заявленный иск займодавца о взыскании цены по второй части договора репо как иск о возврате кредита с процентами и удовлетворить его в полном объеме. Для получения денежных средств по своему требованию кредитор впоследствии обратил бы взыскание на ценные бумаги и реализовал бы их по правилам о залоге.

Однако подобное решение несправедливо. Заемщик разумно ожидал от займодавца, что он как собственник ценных бумаг оперативно продаст их по рыночной цене. К моменту подачи иска ценные бумаги обесценились<sup>44</sup>, а потому взыскание цены по второй части договора репо было для кредитора последним шансом на удовлетворение. Вместе с тем последствия того, что он упустил первый шанс, т. е. вовремя не продал ценные бумаги, было полностью возложено на заемщика. Нет сомнений, что реализация заложенных (по аналогии со ст. 334 ГК РФ) ценных бумаг не привела бы к сколько-нибудь значимому удовлетворению обеспеченного требования.

Не предлагая справедливое решение, залоговый подход еще и создает ненужные издержки. Займодавец, заключая договор репо, рассчитывает на продажу ценных бумаг на открытом рынке по лучшей цене в кратчайший срок (иногда за считанные секунды). Сторонники указанного подхода ограничивают его право, которое между тем следует из ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. Кредитора вынуждают подчиниться процедуре обращения взыскания на предмет залога и его реализации ради того, чтобы продажа была справедливой, а цена не отклонялась от рыночной стоимости. Однако данная процедура не учитывает возможности финансовых рынков, тогда как они позволяют достичь той же цели, но быстрее, проще и дешевле. Кроме того, от затягивания продажи ценных бумаг пострадать может не столько кредитор, сколько должник, ведь именно он будет нести риск снижения их стоимости.

Предлагаемая аналогия закона (п. 1 ст. 6 ГК РФ) неуместна с формально-юридической точки зрения. Призванная восполнить пробел, она приведет к применению правил об обращении взыскания и реализации в отношении ценных бумаг. Но в данной части законодательный пробел отсутствует. Специальное регулирование, в том числе п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, предусматривает упрощенный и ускоренный порядок превращения предмета обеспечения в деньги.

Справедливым решение будет тогда, когда в дополнение к специальным нормам ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг будут применяться общие положения об обеспечении исполнения обязательств (ст. 329 ГК РФ), причем непосредственно, а не по аналогии. Договор репо заключался с кредитно-обеспечительной целью, а потому продажа ценных бумаг по его первой части являлась по сути обеспечительной передачей титула. Следовательно, имелись все основания применить в рассматриваемом споре названные общие положения.

Обратимся к одному из таких положений.

Согласно абз. 3 п. 1 ст. 349 ГК РФ, залогодержатель, обращая взыскание и реализуя предмет залога, должен принять те меры, которые необходимы для получения наибольшей выручки. В п. 4 Постановления Пленума ВАС РФ от 14.03.2014 № 17 «Об отдельных вопросах, связанных с договором выкупного лизинга» (далее — Постановление № 17) разъяснено: «...стоимость возвращенного предмета лизинга определяется... исходя из суммы, вырученной лизингодателем от продажи предмета лизинга в разумный срок после получения предмета лизинга...

<sup>44</sup> Кредитор подал иск спустя 16 месяцев после просрочки должника.



Лизингополучатель может доказать, что при определении цены продажи предмета лизинга лизингодатель действовал недобросовестно или неразумно, что привело к занижению стоимости предмета лизинга при расчете сальдо взаимных обязательств сторон...»

Обе нормы основаны на едином принципе: обеспечительный кредитор должен действовать так, чтобы получить наибольшую выручку в разумный срок. Однако этот принцип по-разному действует для залогодержателя и для титульного кредитора, так как их возможности реализовать обеспечение неодинаковы. И все же в пределах предоставленных возможностей обеспечительный кредитор должен стремиться в разумный срок получить наибольшую выручку<sup>45</sup>.

В рассматриваемом деле вторая часть договора репо подлежала исполнению 25.02.2016, тогда как конкурсное производство в отношении займодавца было введено 24.02.2016. С одной стороны, заемщик имел право внести цену по второй части договора в конкурсную массу займодавца. Вследствие этого обеспечительная собственность последнего на ценные бумаги прекратилась бы в силу п. 4 ст. 329 ГК РФ. С другой стороны, действие принципа акцессорности в рамках договора репо к 24.02.2016 еще не было подтверждено судебной практикой<sup>46</sup>. Другими словами, заемщик оказался в состоянии правовой неопределенности. Он не мог разумно рассчитывать на то, что право кредитора на ценные бумаги в силу п. 4 ст. 329 ГК РФ прекратится с внесением денежных средств в конкурсную массу. Его сомнения усугублялись еще и тем, что обратный переход прав на ценные бумаги подлежал регистрации, а она без волеизъявления кредитора была невозможна. Ввиду этого заемщик заблаговременно (16.02.2016) сообщил займодавцу о готовности уплатить цену по второй части договора и просил подтвердить его готовность вернуть ценные бумаги, однако ответа не получил.

Займодавец, получив сообщение, знал, что заемщик не внесет цену до тех пор, пока не получит подтверждение, т.е. пока не убедится, что ценные бумаги будут ему возвращены. В связи с этим займодавец как обеспеченный кредитор не позднее даты нарушения заемщика (26.02.2016) должен был обратиться к стоимости предмета обеспечения. Он должен был продать его по наибольшей цене в разумный срок, однако этого не сделал.

Можно возразить, что в силу установленного в договоре порядка уведомления о прекращении обязательств кредитор не мог приступить к продаже ценных бумаг до тех пор, пока не направил такое уведомление. Между тем цели уведомления

<sup>45</sup> Возможности кредиторов неодинаковы даже в разных формах обеспечительной передачи титула. Лизингодатель по договору выкупного лизинга, чтобы продать предмет лизинга, сначала должен добиться его физического изъятия у лизингополучателя, в том числе расторгнуть договор лизинга. Фактор по договору обеспечительного факторинга не испытывает подобных затруднений. Кредитор по договору репо в случае нарушения должника также может немедленно приступить к продаже ценных бумаг.

<sup>46</sup> Впервые ВС РФ допустил применение принципа акцессорности в отношении договора репо 29.01.2020. В п. 11 Обзора судебной практики разрешения споров, связанных с установлением в процедурах банкротства требований контролирующих должника и аффилированных с ним лиц (утв. Президиумом ВС РФ 29.01.2020) (далее — Обзор судебной практики от 29.01.2020), сказано следующее: «Суд указал на то, что приобретение банком прав на акции [по договору репо] служило для него лишь обеспечением исполнения заемщиком обязательств по уплате установленных кредитным договором платежей, а также гарантией возврата вложенного. По смыслу ст. 329 ГК РФ, ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг и с учетом условий договора репо упомянутое обеспечение носило временный характер — оно прекращалось при внесении заемщиком всех платежей по кредитному договору... Суд принял во внимание разъяснения о возможности признания обеспечительного характера действий по передаче права собственности, приведенные в п. 1 Постановления Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 14 марта 2014 г. № 17 «Об отдельных вопросах, связанных с договором выкупного лизинга»».

состоят в том, чтобы, с одной стороны, кредитор мог предоставить должнику возможность выкупить ценные бумаги, а не лишать его этого права непосредственно в дату неплатежа, а с другой — кредитор мог контролировать дату прекращения обязательств. В настоящем деле данные цели отпали тогда, когда стало ясно, что кредитор не может вернуть должнику ценные бумаги. Следовательно, кредитор был не вправе уклоняться от продажи ценных бумаг, ссылаясь только на то, что он еще не направил уведомление о прекращении обязательств.

Конечно, основная причина, по которой кредитор не продал ценные бумаги, состояла в том, что он с 24.02.2016 пребывал в конкурсном производстве. Но можно ли этим оправдать то, что на заемщика был возложен риск снижения стоимости ценных бумаг тогда, когда он не мог их реализовать? Представляется, что нельзя. То, что займодавец в рамках конкурса был ограничен в своем праве распорядиться ценными бумагами, никак не связано с поведением заемщика. Таким образом, займодавец нарушил принцип, согласно которому он был обязан реализовать предмет обеспечения по наибольшей цене в разумный срок. Какие последствия повлекло данное нарушение?

Они заключаются в том, что риск изменения стоимости ценных бумаг был перенесен на кредитора. Следует считать, что он распорядился ценными бумагами, оставив их в своей собственности (но только теперь его право собственности уже было полным, а не обеспечительным). Вместе с тем важно установить, в какой момент это произошло. Конкурс в отношении кредитора был введен 24.02.2016. При этом кредитор не мог реализовать обеспечение до даты неплатежа должника (26.02.2016). Было бы несправедливо возлагать на кредитора риск снижения стоимости ценных бумаг тогда, когда он еще не получил право их реализовать<sup>47</sup>. Таким образом, последствие для кредитора состояло в том, что 26.02.2016 его требование уменьшилось на стоимость ценных бумаг с учетом их текущей котировки. Судам следовало установить данную стоимость и либо отказать в удовлетворении исковых требований, если она превышала цену по второй части договора репо, либо удовлетворить их частично.

Как отмечено выше, заемщик находился в состоянии правовой неопределенности тогда, когда должен был возвращать финансирование. Он не мог разумно ожидать, что к договору репо будет применен п. 4 ст. 329 ГК РФ о прекращении обеспечения. Изменилось бы решение спора, если бы такая неопределенность отсутствовала? Например, можно сказать, что в настоящее время она устранена благодаря п. 11 Обзора судебной практики от 29.01.2020. В нем ВС РФ применил ст. 329 ГК РФ к договору репо. Сегодня кредитор имел бы весомые основания возражать против того, чтобы на него был возложен риск снижения стоимости ценных бумаг. Действительно, должник может в любое время внести цену по второй части договора репо, в том числе после банкротства кредитора, вследствие чего ценные бумаги нужно будет исключить из конкурсной массы последнего (п. 4 ст. 329 ГК РФ). Тем не менее в некоторых случаях возражение кредитора придется отвергнуть. Получая залог или право собственности с целью обеспечения, кредитор обретает дополнительный источник удовлетворения своих требований. Но нельзя забывать о том, что этот источник важен не только для кредитора, но и для должника, ведь он также рассчитывает на него при погашении обеспеченного долга. Возможна ситуация, когда обеспечительный кредитор не направляет уведомление

---

<sup>47</sup> Сообщение должника от 16.02.2016 с просьбой подтвердить готовность кредитора вернуть ценные бумаги, в зависимости от деталей данного сообщения, можно было бы считать отказом от исполнения обязательств. В этом случае кредитор имел бы право уведомить о прекращении договора репо и реализовать обеспечение уже 16.02.2016. Однако из материалов дела не следует, что сообщение должника можно было воспринять как отказ от исполнения второй части договора репо.

о прекращении обязательств (п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг) и не реализует ценные бумаги, блокируя должнику доступ к данному источнику, а между тем должник иными источниками погашения долга не располагает. Видимо, в такой ситуации у должника должно быть право требовать от кредитора, чтобы он в разумный срок продал ценные бумаги и получил удовлетворение из выручки. Отказ или бездействие кредитора, не имеющие разумного обоснования (ст. 10 ГК РФ), приведут к прекращению обязательств исходя из текущей стоимости ценных бумаг и, соответственно, будут означать, что риск ее снижения перешел на кредитора.

Итак, предложенное решение рассматриваемого спора, как представляется, справедливее, чем то, которое было по нему принято. Оно свободно от недостатков залогового подхода. Также оно учитывает кредитно-обеспечительную цель договора репо, не отвергая нормы ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. С теоретической точки зрения важно, что данное решение основывается как на специальных правилах о договоре репо, так и на общих положениях об обеспечении исполнения обязательств. ВС РФ мог бы обратиться к этим положениям в рассматриваемом деле, учитывая, что пятью годами ранее ВАС РФ уже применил их к другому инструменту титульного финансирования — выкупному лизингу (см. п. 2 Постановления № 17). Более того, последовательное применение принципа акцессорности к различным формам титульного обеспечения (удержание титула, выкупной лизинг, обеспечительный факторинг, договор репо, непоименованные формы обеспечительной передачи титула) в конечном счете приведет к появлению норм, предназначенных для регулирования всех титульных обеспечений, т. е. к формированию общей части норм о них. Описанный процесс уже проявился в правовых позициях ВС РФ, в том числе в Постановлении № 17 и Обзоре судебной практики от 27.10.2021.

В литературе предлагается использовать нормы о залоге для решения других типичных казусов, актуальных для договора репо<sup>48</sup>. Рассмотрим их подробнее.

*Возврат излишка.* Стоимость акций (2 млн руб.) превышает цену по первой части (1 млн руб.) и даже по второй части договора репо (1,2 млн руб.). Если должник не может выкупить акции, потому что у него нет денег, то он, как опасаются, утрачивает сумму превышения (0,8 млн руб.), а кредитор, соответственно, получает необоснованную выгоду. Решать эту проблему предлагается с помощью норм о залоге<sup>49</sup>, в частности абз. 2 п. 3 ст. 334 ГК РФ. Вместе с тем в применении данной нормы нет необходимости.

Когда должник нарушит срок внесения платежа, взаимные обязательства сторон по договору репо прекратятся автоматически или при направлении уведомления о прекращении обязательств (п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). В дату нарушения или в дату получения уведомления у кредитора возникнет обязательство по возврату излишка (0,8 млн руб.), тогда как обязательство должника по возврату финансирования прекратится в полном объеме<sup>50</sup>. Основания такого

<sup>48</sup> «На наш взгляд, эта конструкция [договор репо] представляет собой обход многочисленных императивных норм о залоге, и практике нужно сделать только одно, чтобы она перестала быть интересной, — полностью распространить на эту конструкцию правовой режим, установленный для залога» (Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение... С. 92–93).

<sup>49</sup> Там же. С. 109.

<sup>50</sup> Нельзя согласиться с Р. С. Бевзенко, который предлагает считать указанный излишек ответственностью заемщика за невозврат долга, отмечая при этом, что данное решение будет в большей степени соответствовать воле сторон (см.: Бевзенко Р. С. Титульное обеспечение и доктрина акцессорности // Об обеспечении обязательств: Сборник статей к юбилею С. В. Сарбаша. М., 2017. С. 59). Представляется, что обеспечительная передача титула подчиняется универсальному для всех обеспечений правилу об обязательном возврате должнику излишка (см.: абз. 2 п. 3 ст. 334, п. 2 ст. 831 ГК РФ, пп. 1 п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, п. 3 Постановления № 17). Правило

прекращения предусмотрены специальной нормой подп. 1 п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. В соответствии с ней урегулированы отношения сторон в большинстве договоров репо, которые совершаются на финансовом рынке. Она подлежит включению в генеральные соглашения, правила организатора торговли, биржи и (или) клиринга (п. 20 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Основания и порядок прекращения обязательств (так называемая процедура урегулирования) включают в том числе порядок расчета рыночной стоимости ценных бумаг на основе текущих котировок. Отметим также, что норма о прекращении обязательств в п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг не содержит диспозитивной оговорки<sup>51</sup>. Следовательно, в решении казуса для норм о залоге не остается места.

*Остаток долга.* К дате исполнения второй части договора репо стоимость акций оказалась меньше (0,8 млн руб.), чем цена по этой части (1,2 млн руб.). Высказываются опасения, что должник будет не заинтересован выкупать акции, и для сохранения личного требования кредитора предлагается применять нормы о залоге<sup>52</sup>, в частности абз. 1 п. 3 ст. 334 ГК РФ.

Между тем, как и в предыдущем примере, нет нужды обращаться к указанной норме. Кредитор заявит о прекращении обязательств и потребует от должника исполнения обязательства последнего в оставшейся части, в которой оно не было прекращено за счет текущей рыночной стоимости ценных бумаг (подп. 2 п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг).

А. В. Егоров ставит вопрос: обязан ли кредитор сначала обратиться с иском на предмет обеспечения для того, чтобы заявить личный иск к должнику? Продолжая аналогию с залогом, автор приходит к выводу, что у кредитора не должно быть данной обязанности, однако, обращаясь к специальным нормам о договоре репо, заключает, что пока кредитор не обратит с иском на предмет обеспечения, он будет лишен личного иска<sup>53</sup>. В такой интерпретации указанных специальных норм положения о залоге, конечно, представляются единственным выходом. Вместе с тем из этих норм не следует, что кредитор лишен личного иска до обращения с иском на ценные бумаги. Он имеет требование об уплате цены по второй части договора репо в полном объеме. Если ни кредитор, ни должник не заявили о прекращении обязательств в порядке п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, то кредитор сохранит личное требование к должнику<sup>54</sup>. Иной вывод, как представляется, возникает оттого, что договор репо ошибочно воспринимается в качестве двух отдельных договоров купли-продажи. Стоит добавить к специальным нормам

---

императивно, потому воля сторон в данном вопросе индифферентна. Впрочем, нельзя исключать, что обязательство должника выплатить неустойку, начисленную согласно условиям договора, будет зачтено кредитором против его обязательства возратить излишек.

<sup>51</sup> Закон предоставляет сторонам возможность согласовать только порядок определения рыночной стоимости ценных бумаг (подп. 3 п. 16 ст. 51.3 Закона).

<sup>52</sup> Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение... С. 109–111.

<sup>53</sup> Егоров А. В. Дело «ОАО «Кит Финанс Инвестиционный банк» о включении в реестр требований кредиторов ОАО «ВИНАП» требований по сделке РЕПО». С. 105.

<sup>54</sup> Как сказано выше, должник в определенных случаях должен обладать правом на прекращение обязательств по текущей стоимости ценных бумаг, в том числе независимо от того, содержится ли такое право в договоре. Это суррогат добровольной продажи предмета залога. Как при продаже залога залогодателю может потребоваться согласие залогодержателя, так и при продаже ценных бумаг по договору репо должник зависит от кредитора, но в гораздо большей степени. У него должно быть право потребовать от кредитора продать ценные бумаги в разумный срок для погашения долга, а в случае необоснованного отказа обязательства сторон должны прекращаться в порядке п. 16 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг. При этом риск снижения стоимости бумаг перейдет на кредитора. Обоснованным будет, например, отказ, согласно которому кредитор, применяя разумные усилия, не может продать ценные бумаги из-за отсутствия достаточного спроса в связи с закрытием рынка и т. д.

о нем общие положения об обеспечении исполнения обязательств (в частности, то, что реализация предмета обеспечения не является условием личного иска к должнику<sup>55</sup>) — и на вопрос вновь удастся ответить без применения норм о залоге.

*Возврат прав на ценные бумаги.* При возврате обеспеченного долга залог автоматически прекращается (подп. 1 п. 1 ст. 352 ГК РФ). Специальная норма в ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг на этот случай отсутствует. Однако акцессорность титульного обеспечения следует из общей нормы об обеспечении исполнения обязательств, а именно из п. 4 ст. 329 ГК РФ<sup>56</sup>. В связи с этим при уплате цены по второй части договора репо переход прав на ценные бумаги от кредитора к должнику должен происходить автоматически. Такой ответ был бы удовлетворительным, если бы переход права на эмиссионные ценные бумаги не зависел от внесения приходной записи по лицевому счету должника в реестре или по счету депо должника в депозитарии (п. 1 ст. 29 Закона о рынке ценных бумаг). Для возврата прав на ценные бумаги нужно не только заплатить цену, но и внести приходную запись по счету. Очевидно, возникает риск того, что кредитор, получив денежные средства в счет уплаты цены, продаст бумаги третьему лицу. Должник же останется с личным иском к кредитору о взыскании их стоимости.

На первый взгляд, залогодатель акций в аналогичной ситуации рискует гораздо меньше. Вместе с тем, согласно п. 17 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, в договоре репо можно запретить кредитору совершать сделки с ценными бумагами, причем такой запрет будет отражен на лицевом счете или счете депо кредитора. Данной нормой воспользуются те должники, которым ценные бумаги нужны как средство корпоративного контроля эмитента. Остальные должники рассматривают предмет договора как финансовый актив, а потому не ограничат распорядительную власть кредитора. Им важно только снизить риск первого исполнения, т.е. уплаты цены по договору без последующего получения ценных бумаг. На организованных торгах такой риск минимален, в том числе за счет участия в сделках центрального контрагента, расчетного депозитария и за счет клиринга (п. 18 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг)<sup>57</sup>. Для договоров репо, совершаемых вне организованных торгов, риск неполучения бумаг будет выше, но и он может быть снижен, в том числе за счет аккредитивной формы расчетов.

Таким образом, в акцессорности обеспечительного репо не должно быть сомнений (п. 4 ст. 329 ГК РФ). Риск утратить ценные бумаги возникает оттого, что акцессорность вступает в конфликт с принципом публичной достоверности соответствующего реестра. Однако специальные правила ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг (о запрете распоряжения) и правила организованных торгов в большинстве случаев позволяют исключить данный риск. Было бы неразумно перекалибровать договор репо в договор залога ради остальных случаев, особенно учитывая, что и в них должники сохраняют средства защиты.

*Реализация корпоративных прав.* Кредитор как формальный собственник акций может принимать те или иные корпоративные решения в период между исполнением первой и второй части договора репо. Впрочем, ст. 358.15 ГК РФ до-

---

<sup>55</sup> Это положение не принадлежит исключительно залоговому режиму, но отражается также в нормах о поручительстве, в правовых позициях о выкупном лизинге (см., например, п. 13 Обзора судебной практики по спорам, связанным с договором финансовой аренды (лизинга) (утв. Президиумом ВС РФ 27.10.2021) (далее — Обзор судебной практики от 27.10.2021)), в нормах об обеспечительном факторинге (п. 2 ст. 831 ГК РФ).

<sup>56</sup> Бевзенко Р. С. Титульное обеспечение и доктрина акцессорности. С. 66.

<sup>57</sup> Описанный риск едва ли выше, чем риск того, что залогодержатель акций обратит на них взыскание во внесудебном порядке и оставит за собой, дав соответствующее распоряжение реестродержателю, уже после погашения обеспеченного долга.

пускает наделение залогодержателя корпоративными правами, в том числе прямо не обуславливая реализацию этих прав нарушением обеспеченного обязательства. Разница в том, что ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг не предлагает механизм, который позволил бы запретить кредитору использовать корпоративные права. Конечно, должник мог бы настоять на включении такого запрета в договор, но этот запрет сам по себе не лишил бы кредитора корпоративных прав, а только послужил бы основанием для привлечения последнего к ответственности за его нарушение.

Согласно проекту федерального закона от 13.07.2021 № 02/04/07-21/00117920 «О внесении изменений в Федеральный закон “Об акционерных обществах” и некоторые законодательные акты Российской Федерации»<sup>58</sup> (п. 4 ст. 2), предлагается ввести в ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг п. 17.1. В силу данной нормы кредитор, который по условиям договора репо не получает право голоса на общем собрании владельцев ценных бумаг, будет обязан предоставить информацию о должнике для его включения в список лиц, имеющих право на участие в общем собрании, а также дать держателю реестра или лицу, осуществляющему обязательное централизованное хранение ценных бумаг, указание о реализации должником права голоса. Принятие этого законопроекта стерло бы разницу между договором репо и договором залога применительно к вопросу реализации корпоративных прав кредитором. Данное решение представляется более тонким и эффективным, чем перекалфикация договора репо в залог.

Называют и другие отличия залога от титульных способов обеспечения<sup>59</sup>. Перечислим те из них, которые не были рассмотрены: возможность использовать полную стоимость ценных бумаг, в том числе для их последующего залога; обращение взыскания на ценные бумаги кредиторами покупателя; прекращение обеспечения при отчуждении предмета обеспечения добросовестному лицу; банкротство должника<sup>60</sup>.

Когда должник передал крупный пакет ценных бумаг ради получения незначительного займа, он уже не сможет прибегнуть к их последующему залого. Утверждают, что кредитную силу имущества не удастся использовать в полном объеме<sup>61</sup>. Однако это неверно. Следует посмотреть на ситуацию шире, т. е. не только с точки зрения должника, но и с точки зрения оборота в целом. Должник теряет право использовать оставшуюся стоимость ценных бумаг для новых заимствований, но указанное право получает кредитор<sup>62</sup>. При этом он может привлекать финансирование не в оставшейся стоимости ценных бумаг, а в полной. Очевидно, что их кредитный потенциал в договоре репо используется гораздо сильнее, чем в договоре залога. Добавим, что последующий залог наиболее ценных объектов (например, недвижимости, акций) встречается крайне редко<sup>63</sup>. Напротив, кредитование покупателя под полученные им бумаги распространено широко.

---

<sup>58</sup> Нормативные правовые акты // Федеральный портал проектов нормативных правовых актов. URL: <https://regulation.gov.ru/projects/List/AdvancedSearchnpa=117920> (дата обращения: 26.03.2022).

<sup>59</sup> Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение... С. 107.

<sup>60</sup> Анализ указанных аргументов применительно к титульным обеспечениям в целом см.: Бевзенко Р. С. Титульное обеспечение и доктрина акцессорности. С. 47–55.

<sup>61</sup> Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение... С. 111.

<sup>62</sup> Абашеева Е. Н. Римское право на страже интересов финансового рынка... С. 23–33. — Автор также анализирует п. 5 ст. 51.6 Закона о рынке ценных бумаг, в котором закреплено правило, позволяющее установить в договоре залога аналогичное право залогодержателя бездокументарных ценных бумаг.

<sup>63</sup> Бевзенко Р. С. Титульное обеспечение и доктрина акцессорности. С. 51.

Отчуждение должником ценных бумаг добросовестному лицу, как и их предоставление кредитору неуправомоченным лицом<sup>64</sup>, для ценных бумаг по ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг неактуально благодаря их учету на лицевом счете или на счете депо. В свою очередь, проблема обращения взыскания на ценные бумаги кредиторами покупателя имеет то же решение, что и проблема банкротства покупателя (п. 4 ст. 329 ГК РФ, п. 16 ст. 51.3 Закона)<sup>65</sup>. Утверждать, что должник остается без защиты, было бы явным преувеличением.

Справедливый упрек договору репо состоит в том, что ценные бумаги исключаются из конкурсной массы должника<sup>66</sup>. Это нарушает принцип равенства кредиторов. Однако данный упрек не следует принимать без оценки политико-правовых аргументов<sup>67</sup>, в том числе значения и роли финансовых рынков. О важности этих аргументов свидетельствует то, что участники финансовых рынков во многих правопорядках получают преимущества по сравнению с другими кредиторами, в том числе за счет ликвидационного неттинга<sup>68</sup>. Неттинг для кредитного репо означает по сути оставление обеспечения в собственности кредитора с одновременным (и преимущественным) погашением его требования.

Представляется также, что неуместно переqualифицировать договор репо в залог во всех случаях только для того, чтобы включить ценные бумаги в конкурсную массу должника или взыскать в ее пользу социальный взнос с кредитора (до 30 % стоимости предмета обеспечения (см. ст. 138 Закона о банкротстве)). И то, и другое возможно без общей переqualификации, если, конечно, принципы равенства и социальной справедливости перевесят прочие политико-правовые соображения.

Договор репо и другие титульные обеспечения не нуждаются в переqualификации еще и потому, что защита должника в данных отношениях, как было показано выше, находит теоретическое основание в общих положениях об обеспечении исполнения обязательств. Примечательно, что применение этих положений к инструментам титульного финансирования придает регулированию особенные (вещные) качества, связанные с наиболее полным правом на объект, его возникновением и прекращением, удержанием и передачей. Сочетание данных особенностей с общими положениями об обеспечении приведет к формированию общего свода норм о титульных обеспечениях, которые могли бы применяться не только к договору репо, но и к удержанию титула, выкупному лизингу, обеспечительному факторингу, а также к непоименованным формам обеспечительной передачи титула.

В завершение хотелось бы отметить, что договор репо, поскольку его предметом являются ценные бумаги, исключен из рекомендаций Руководства ЮНСИТРАЛ для законодательных органов по обеспеченным сделкам<sup>69</sup>. К сделкам репо как инструменту титульного финансирования на финансовом рынке не при-

<sup>64</sup> Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение... С. 116–117.

<sup>65</sup> Данное решение было рассмотрено выше при оценке спора, разрешенного ВС РФ (Определение ВС РФ от 27.08.2019 г. № 305-ЭС19-4324 по делу № А40-109356/2017).

<sup>66</sup> Егоров А. В., Усманова Е. Р. Залог и титульное обеспечение... С. 118–119; Плешанова О. П. Судьба обеспечительных сделок при банкротстве участников: в поисках модели регулирования // Вестник экономического правосудия РФ. 2017. № 8. С. 121–149; Усманова Е. Р. Современное понимание титульного обеспечения в российской и зарубежной практике // Об обеспечении обязательств: Сборник статей к юбилею С. В. Сарбаша. М., 2017. С. 514–515; Хлюстов П. В. Договор репо: проблема формирования конкурсной массы.

<sup>67</sup> См. подробнее: Бевзенко Р. С. Титульное обеспечение и доктрина акцессорности. С. 54–55.

<sup>68</sup> См. подробнее: Абашеева Е. Н. Римское право на страже интересов финансового рынка... С. 36–41.

<sup>69</sup> Авторы Руководства предлагают разработать единый обеспечительный (залоговый) режим и подчинить ему все и любые обеспечения, независимо от их договорной формы и структуры (см.: Руководство ЮНСИТРАЛ для законодательных органов по обеспеченным сделкам. С. 69).

меняется единый режим обеспечения (security interest), установленный § 9 Единого торгового кодекса (ЕТК) (Uniform Commercial Code (UCC)) США<sup>70</sup>. Оснований для перекалфикации договора репо в залог и применения к нему правил о залоге нет в Великобритании<sup>71</sup>. Европейский опыт подтверждает, что такие договоры регулируются специальным образом, в частности залоговый режим на них не распространяется<sup>72</sup>. В соответствии со ст. 4(5) Директивы 2002/47/ЕС государства-участники должны обеспечить условия для того, чтобы положения финансовых договоров исполнялись, несмотря на возбуждение или продолжение ликвидации или реорганизации в отношении кредитора или должника. Это нужно, чтобы исключить приостановление или иное вмешательство в процесс реализации ценных бумаг, что было бы несовместимо с правилами работы финансовых рынков<sup>73</sup>.

## Заключение

Договор репо используется для разных целей, но самая распространенная из них — обеспеченное кредитование.

Чтобы разрешить спор из договора репо, суду следует определить его цель. На кредитную цель указывают следующие признаки: цена второй части договора превышает цену первой части; должник (продавец) несет риск изменения стоимости ценных бумаг, в том числе обязан поддерживать определенную стоимость обеспечения; обязательства сторон прекращаются в специальном порядке, в силу которого должнику гарантирован возврат излишка, а кредитору — взыскание остатка долга.

Обеспечительная передача титула в форме договора репо разрешена только в отношении определенных видов ценных бумаг и ограничена для физических лиц, если соответствующую сделку в качестве посредника не заключает профессиональный участник рынка.

Закон и судебно-арбитражная практика отвергли идею перекалфикации договора репо в заем под залог. Предложения о перекалфикации и подчинении договора репо единому залоговому режиму не нашли поддержки в большинстве развитых правовых систем.

Обеспечительная передача титула в форме договора репо подчиняется специальным нормам ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, а также общим положениям об обеспечении исполнения обязательств. Отношения из такого договора не нуждаются в непосредственном применении норм о залоге. Более того, процедура обращения взыскания и реализации ценных бумаг как предмета залога пренебрегает их важными особенностями, в том числе ликвидностью, установленной рыночной ценой и пр. Эта процедура усложнила бы отношения, увеличила издержки и нарушила работу финансового рынка.

Наконец, учитывая, что разные способы титульного обеспечения сходны, как минимум, в аспекте обеспечительного характера собственности кредитора, правовые подходы ВС РФ о выкупном лизинге могут применяться и к другим

<sup>70</sup> *Wood Ph. R. Comparative Law of Security Interests and Title Finance. Para. 3-011.*

<sup>71</sup> *Beale H., Bridge M., Gullifer L., Lomnicka E. The Law of Security and Title-Based Financing. Para. 7.70. P. 301–302.*

<sup>72</sup> См. Директиву 2002/47/ЕС, которую ратифицировали многие европейские страны, включая Нидерланды, Польшу, Бельгию (законодательство, допускающее сделки репо, существует в Бельгии с 1991 г.), Испанию, Данию, Финляндию, Литву, Латвию и др.

<sup>73</sup> *Wood Ph. R. Comparative Law of Security Interests and Title Finance. Para. 51-036.*



формам титульного обеспечения, включая договор репо (п. 2 Постановления № 17, п. 11 Обзора судебной практики от 29.01.2020, п. 3 Обзора судебной практики от 27.10.2021).

На примере выкупного лизинга можно наблюдать, как ВС РФ постепенно адаптирует общие положения об обеспечении обязательств к данной титульной конструкции, и затем регулятивный потенциал сформированных правовых позиций выходит за ее пределы. Это ведет к возникновению общих норм, применимых ко всем титульным обеспечениям, в том числе к договору репо. Важно подчеркнуть, что общие нормы не прекращают действие специальных норм об отдельных титульных обеспечениях (например, ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг, ст. 831 ГК РФ), но определяют их толкование и применение, а также превращают их из фрагментарного набора статей в цельный правовой режим.

Статья поступила в редакцию 4 апреля 2022 г.  
Рекомендована к печати 19 июля 2022 г.

## Security transfer of title in the form of a sale and repurchase agreement (repo)

*Pavel A. Pravyashchy*

**For citation:** Pravyashchy, Pavel A. 2022. Security transfer of title in the form of a sale and repurchase agreement (repo). *Pravovedenie* 66 (2): 193–218. <https://doi.org/10.21638/spbu25.2022.204> (In Russian)

In the article the sale and repurchase agreement (repo) and the purpose of its conclusion are examined. Among others, the credit and collateral purpose of the contract is highlighted. It is recommended to distinguish the repo with the purpose of title financing from the agreement concluded with another purpose. In this regard, the signs that indicate the credit and collateral purpose of the contract are proposed. Then the structure of obligations in repo transaction is described as well as requirements to its subjects and object. The article contains the analysis of arbitrazh (commercial) courts practice on disputes related to repo. Some of the problems faced by courts are discussed, including the recharacterization of repo as a pledge over securities. Certain issues related to repo are examined using the example of the case considered by the Supreme Court of the Russian Federation. While evaluating the court decisions of the case the norms to be applied to the contract are defined. The specific rules on repo are compared with the norms on loan and pledge. As a result of the comparison, it is concluded that the norms on repo in their interpretation in accordance with the credit and collateral purpose of the contract achieve a balanced regulation of the relations and at the same time have regard to the particularity of the securities market. It is also concluded that the norms on loan and pledge should not be applied to repo. At the end of the article, it is recommended that in the repo dispute the legal approaches to the other title-finance devices should be applied. In this respect some examples when the legal approaches to finance lease have been applied to repo in the practise of the Supreme Court of the Russian Federation are noted.

*Keywords:* sale and repurchase agreement, repo, title security, security transfer of title, pledge, recharacterization.

## References

- Abasheeva, Yekaterina N. 2017. Roman law guarding the interests of the financial market, or fiducia as a safe haven for floating margin. *Ob obespechenii obyazatel'stv: Sbornik statei k iubileiu S. V. Sarbasha*. Moscow. (In Russian)
- Adamovich, G. 1996. On some methods of securing credit obligations. *Khozyaystvo i pravo* 9: 42–47. (In Russian)
- Beale, Hugh, Bridge, Michael, Gullifer, Louise, Lomnicka, Eva. 2018. *The Law of Security and Title-Based Financing*. 3<sup>rd</sup> ed. Oxford, Oxford University Press.

- Bevzenko, Roman S. 2021. Outline of the theory of title security. *Vestnik grazhdanskogo prava* 21 (2) (legal reference system “ConsultantPlus”). (In Russian)
- Bevzenko, Roman S. 2017. Title security and doctrine of accessory. *Ob obespechenii obyazatel'stv: Sbornik statej k yubileju S. V. Sarbasha*. Moscow. (In Russian)
- De Nederlandsche Bank. QE and securities lending*. 2022. Available at: <https://www.dnb.nl/en/sec-tor-information/financial-markets/qe-and-securities-lending> (accessed: 26.03.2022).
- Egorov, Andrey V. 2012. The case of JSC “Kit Finance Investment Bank” on inclusion in the register of creditors’ claims of JSC “VINAP” claims on repo transaction. *Legal positions of the Presidium of the Supreme Arbitration Court of the Russian Federation: Selected decisions for 2008 with commentaries*, ed. Anton A. Ivanov: 101–110. Moscow, Statut Publ. (In Russian)
- Egorov, Andrey V., Usmanova, Yekaterina R. 2014. Pledge and title security devices: analysis from theoretical and practical point of view. *Vestnik grazhdanskogo prava* 14 (4): 56–127. (In Russian)
- Haan, Leo de, End, Jan W. van den. 2011. *Banks’ responses to funding liquidity shocks: lending adjustment, liquidity hoarding and fire sales*. De Nederlandsche Bank (DNB Working Paper no. 293 / April). Available at: <https://www.dnb.nl/media/wsxpappe/working-paper-293.pdf> (accessed: 27.03.2022).
- Implications of repo markets for central banks: Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the central banks of the Group of Ten countries* (Basle, 9 March 1999). Available at: <https://www.bis.org/publ/cgfs10.pdf> (accessed: 26.03.2022).
- Karapetov, Artem G. (ed.). 2019. *Loan, credit, factoring, deposit and account: article-by-article commentary on articles 807–860.15 of the Civil Code of the Russian Federation* [Electronic edition. Revision 1.0]. Moscow, M-Logos Publ. (In Russian)
- Karapetov, Artem G., Saveliev, Alexander I. 2012. Freedom to conclude unnamed contracts and its limits. *Vestnik VAS RF* 4: 12–56. (In Russian)
- Khlyustov, Pavel V. 2012. *Repurchase agreement in civil law: Monograph*. Moscow, INFRA-M Publ. (In Russian)
- Khlyustov, Pavel V. 2013. Repurchase agreement: the problem of the formation of the bankruptcy estate. *Zakon* 3: 141–147. (In Russian)
- Kieninger, Eva-Maria (ed.). 2004. *Security rights in movable property in European private law*. Cambridge, New York, Cambridge University Press.
- Lubyagina, Dina V., Bychkov, Alexander I. 2017. Repurchase agreement in civil turnover. *Jurist* 4: 9–13. (In Russian)
- Melnichuk, G. V. 2000. The legal nature of forward settlement transactions and repo transactions. *Zakonodatel'stvo* 2 (legal reference system “Garant”). (In Russian)
- Pavlodsky, Efim A. 2008. Repo — a civil-law contract. *Zhurnal rossiiskogo prava* 3: 46–53. (In Russian)
- Pleshanova, Olga P. 2017. The fate of security transactions in the bankruptcy of participants: in search of a model of regulation. *Vestnik ekonomicheskogo pravosudiia RF* 8: 121–149. (In Russian)
- Sarbash, Sergey V. 2008. Security transfer of title *Vestnik grazhdanskogo prava* 8 (1): 7–93. (In Russian)
- Sukhanov, Evgeny A. (ed.). 1999. *Civil law: Textbook*. In 2 vols, vol. 2 (1). 2<sup>nd</sup> ed. Moscow, Beck. (In Russian)
- Usmanova, Yekaterina R. 2017. Modern insight of title security in russian and foreign practice. *Ob obespechenii obyazatel'stv: Sbornik statei k yubileiu S. V. Sarbasha*. Moscow. (In Russian)
- UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions*. 2010. New York, United Nations. Available at: <https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/ru/1gst-r.pdf> (accessed: 26.03.2022).
- Wood, Philip R. 2019. *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*. 3<sup>rd</sup> ed. Vol. 3. London, Sweet & Maxwell.

Received: April 4, 2022

Accepted: July 19, 2022

---

*Pavel A. Pravyashchy* — Master of Civil, Family and International Private Law, “Bank Uralsib”, 8, ul. Efremova, Moscow, 119048, Russian Federation; praviashchii@rambler.ru