
ОПРЕДЕЛЯЮЩАЯ РОЛЬ ТИТУЛЬНОЙ ПРИРОДЫ ФИКТИВНОГО КАПИТАЛА В СОВЕРШЕНСТВОВАНИИ ЗАКОНОДАТЕЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ

© 2010 К.Н. Ермолаев

кандидат экономических наук, доцент

Самарский государственный экономический университет

E-mail: ermolaevkn@solid.ru

Совершенствование законодательного регулирования фондового рынка в России должно опираться на правильное понимание природы фиктивного капитала как титульной превращенной формы существования и движения капитала.

Ключевые слова: фиктивный капитал, титульная природа, законодательное регулирование, фондовый рынок.

В современных условиях назрела необходимость значительного совершенствования законодательного регулирования фондового рынка России, что обусловлено не только влиянием мирового финансового кризиса, но и общими потребностями повышения эффективности функционирования рынка капитала в процессе качественного совершенствования национальной экономики. Автор рассматривает фондовый рынок как рынок фиктивного капитала и полагает, что специфическая природа этой особой формы существования капитала играет первостепенную роль в построении системы институционального регулирования данного рынка. По этому вопросу автор высказал свою позицию в ряде публикаций¹. В рамках данной статьи он считает необходимым отметить следующее.

Фиктивный капитал возникает на высокой стадии развития капиталистического способа производства и отражает процесс диалектического взаимодействия основного (капитал) и исходного (товар) производственных отношений капитализма, что в конечном счете приводит к появлению особого товара - товара-капитала. Этот глубокий многосторонний процесс имеет следствием значительное изменение в формах существования капитала.

Капитал не существует как отдельная самостоятельная субстанция, а имеет различные (телесные и бестелесные) формы материализации. Представляя собой сложную саморазвивающуюся систему отношений по поводу непрерывного многоуровневого межсекторного движения самовозрастающей стоимости, капитал не способен надолго “задерживаться” в каждой из этих форм, ему требуется постоянная и быстрая смена форм

существования, а на определенном этапе - возникновение новых форм. Причем каждая из таких форм отражает специфическое бытие и особое состояние капитала, в котором особым образом проявляется его всеобщая глобальная природа и специфически реализуют себя его коренные сущностные свойства.

Постоянно возникающее противоречие между стремлением к ничем не ограниченному движению и материально-вещественной ограниченностью конкретных форм воплощения приводит на известном этапе к отмеченному К. Марксом специфическому диалектическому раздвоению капитала на капитал-собственность и капитал-функцию².

Капитал-функция, находящийся в товарной, производительной и денежной формах, функционирует в конкретной сфере экономики, реализуя свою репродуктивную и созидательную природу, он непосредственно генерирует процесс самовозрастания стоимости. Капитал-собственность, представляющий собой обособленно обращающийся на финансовом рынке титул функционирующего капитала, существует в виде ценных бумаг, деривативов и структурных финансовых продуктов. Его предназначение - быть представителем капитала-функции на финансовом рынке и опосредовать перераспределение стоимости, собственности, риска и информации. Эта особая бестелесная невещественная титульная форма существования капитала, опосредующая движение товара-капитал на финансовом рынке, характеризуется Марксом как фиктивный капитал.

Разрыв капитала-собственности и капитала-функции приводит к диалектическому распадению капитала - переходу его в превращен-

ную титульную форму, которая в снятом виде отражает движение капитала-функции. Титульное движение капитала позволяет вовлечь в оборот на финансовом рынке любой, даже “омертвленный капитал”, который находится в вещественной форме, непригодной для обычного рыночного обращения. Тем самым открывается универсальная возможность перевести любой неликвидный капитал из состояния “капитал в себе” в реально функционирующее состояние, эффективно реализовать свое потенциальное назначение как самовозрастающей стоимости путем раздвоения на капитал-собственность и капитал - функцию благодаря принятию специфической формы. Это заимствованная юридическая форма титула собственности, которая наполняется новым содержанием, приобретая свойства капитала, становясь особой институциональной формой капитала. В результате возникает возможность для гармоничного диалектического единства капитала-собственности и капитала-функции в новом качестве и на новом уровне.

Автор полагает, что такая экономическая гармония может быть обеспечена только при наличии ряда институциональных условий, позволяющих на практике укрепить внутреннюю связь между двумя слагаемыми капитала и реализовать определяющее воздействие капитала-функции на движение его фиктивной (титульной) формы. Игнорирование этой связи в теории не позволяет правильно понять природу фиктивного капитала, а на практике часто приводит к возникновению отрицательных побочных последствий в функционировании рынка капитала. Создание необходимых институциональных условий функционирования, таких как надзор и принуждение к выполнению правил, раскрытие информации, защита прав собственности, выступает не как самоцель, а как средство для наращивания объемов инвестиций, роста размеров и ликвидность рынка, инструмент снижения его волатильности.

Основные проблемы правоприменительной практики на современном этапе вызваны процессом “дематериализации” ценных бумаг, которая обусловлена объективными потребностями деловой практики. В целях снижения издержек обращения, права, традиционно закрепляемые в документе, наделяемом свойствами ценной бумаги, закрепляются посредством записей в реестре должника (обязанного лица) либо посредством записей по счетам депо.

Российский фондовый рынок сильно отличается от западного, который постепенно переходил от документарных акций к безналичным, нематериальным. У нас закон установил, что акция имеет только нематериальную форму. Таким образом, Россия сразу получила идеальный финансовый инструмент, который еще недостаточно подробно описан даже в развитых странах. В результате такое “перепрыгивание” через ряд закономерных этапов развития законодательства стало причиной известной неразберихи в теории и возникновения “институциональной ловушки” на практике: ценная бумага существует как институт, который плохо вписывается в современную систему производственных и правовых отношений.

В ст. 128 Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ) ценные бумаги отнесены к вещам. Статья 142 ГК РФ, содержащая определение ценной бумаги, требует составления документа с соблюдением требований к форме и обязательным реквизитам. Положения ст. 149 ГК РФ “Бездокументарные ценные бумаги” при буквальном прочтении регулируют ситуацию фиксации прав, закрепленных ценной бумагой в различной, в частности “бездокументарной”, форме (с помощью средств вычислительной техники), но, строго говоря, не описывают ситуацию, возникающую при отсутствии документарной формы выпуска ценной бумаги. Распространение ее положений на отношения по поводу прав, фиксируемых исключительно путем записей в реестрах и на счетах депо, является результатом судебного толкования, которое до настоящего времени подвергается значительной критике.

Действующее законодательство оставляет открытым вопрос о правовой природе таких обрабатываемых объектов, которые наделяют обладателя правами, аналогичными правам владельца классической ценной бумаги, но не закреплены в документе, обладающем материальной формой.

Отсутствие законодательного единообразия в трактовке ценной бумаги приводит к тому, что юристы до сих пор спорят, что такое бездокументарная акция - вещь или обязательство³. Автор полагает, что такое противопоставление делает данный спор бесперспективным, ибо ценная бумага представляет собой титул капитала, который может существовать как в материальной, так и дематериализованной форме, выступать представителем и капитала, и вещи, и обязательства. Поэтому преобладающее значение при развитии законодательства

должно быть отдано характеру прав, а не способу их фиксации. Различия в способах фиксации прав не должны оказывать существенного влияния на решение принципиальных вопросов распределения рисков и ответственности.

В данной связи целесообразно сохранить в качестве родового понятия “ценные бумаги”, имея в виду, что оно должно охватывать как классические ценные бумаги, так и права, зафиксированные посредством записи по счетам.

Применение традиционных “вещных” способов защиты прав владельца, утратившего права на ценные бумаги, наталкивается на препятствия в ситуациях, когда права, закрепленные в бумагах, трансформируются и закрепляются в иных документах (например, при конвертации). Для подобных ситуаций должны быть определены как специальные способы защиты прав истца, так и пределы их осуществления.

В современных условиях существует проблема с защитой прав собственности. В России учетная система сложилась спонтанно, разделение на депозитариев и регистраторов в большей степени искусственно. Сейчас использовать их могут как нападающая, так и обороняющаяся стороны корпоративных конфликтов. Сложившаяся система позволяет владельцу вывести акции из реестра в депозитарий через номинального держателя, и смена владельца будет проходить незаметно для реестра и эмитента. Прозрачности никакой. Хорошо, если есть только регистратор и один номинальный держатель - депозитарий, однако сплошь и рядом встречается, что за одним номинальным держателем стоит другой. Кроме того, акционеры имеют право выбирать разные депозитарии, тем самым размывая реестр по различным номинальным держателям. Поэтому найти, где зафиксированы права на акции, и восстановить все переходы прав по ним достаточно сложно, а порой вообще невозможно⁴.

Основной проблемой является определение характера прав владельцев “бездокументарных ценных бумаг” (прав на бумагу). Ввиду отсутствия материальной формы применение к ним всего комплекса норм, регулирующих отношения по поводу вещей, вызывает серьезные теоретические и практические затруднения. Нормы Кодекса о защите добросовестного приобретателя (ст. 302), направленные на защиту владения и согласно общепринятой концепции, применяются в отношении индивидуально определенных вещей.

Система фиксации прав на “дематериализованные” ценные бумаги требует обеспечения сохранности и правильности ведения учета лицами, на которые возложен учет соответствующих прав, а также оперативных и эффективных процедур восстановления этих данных в случае их утраты. Вместе с тем в настоящее время ни гражданское, ни процессуальное законодательство не предусматривает порядка восстановления прав при утрате данных реестра.

Таким образом, поскольку бездокументарные акции отражаются на спецсчетах в реестре, правовая неопределенность фактически создает возможность захвата предприятия через захват реестра. Данный отрицательный побочный эффект является следствием титульной природы фиктивного капитала, нематериальной формы существования и институционального несовершенства законодательства. Особенно это актуально для мелких акционерных обществ (АО), самостоятельно ведущих реестр. Его можно уничтожить и написать новый. Доказать право собственности бывших владельцев в этом случае практически невозможно⁵.

Существует, на наш взгляд, еще одна особенность фиктивного капитала, которую необходимо учесть в развитии законодательства. Титульный капитал обладает так называемой “фиктивной стоимостью”. Подробно эта позиция изложена в одной из публикаций автора⁶. В данном случае поясним, что рассматриваем фиктивную стоимость как разновидность рыночной стоимости, представляющую собой ожидаемую вероятностную прогнозную величину, полученную дисконтированием потока будущих доходов от функционирования соответствующего истинного капитала, определяющую динамику котировок соответствующего титула на рынке капитала. Такая стоимость является вторичной по отношению к трудовой стоимости и производной от нее. Фиктивная стоимость - это своеобразная форма стоимости товара-капитал, отражающая ожидаемую вероятностную его будущую доходность. Будучи превращенной формой трудовой стоимости, она представляет собой, согласно положениям К. Маркса, “развитое стоимостное отношение”⁷, “скрытое стоимостное отношение”, “отношение, производное от стоимостного”⁸. Фиктивная стоимость - это субстанциональная основа фиктивного капитала, основа рыночных котировок ценных бумаг, на которую определяющее воздействие

оказывает экономическая информация о состоянии экономики, тенденциях развития фондового рынка, финансовом состоянии эмитента. В связи с этим весьма важной проблемой является законодательное регулирование процесса раскрытия информации о состоянии фондового рынка. В рекомендации Международной организации регуляторов фондового рынка IOSCO особое внимание уделено обеспечению прозрачности и возможности для инвесторов адекватно оценивать риски вложений в ценные бумаги.

ФСФР РФ постоянно совершенствует законодательство в данном направлении. В 2003 г. в России произошло существенное расширение объема информации об эмиссии ценных бумаг, стало обязательным раскрытие информации о каждом этапе эмиссии, установлено несколько каналов выявления финансового состояния эмитента. Начиная с 2007 г. был введен регламент ее раскрытия соответствующими информационными агентствами, определяющий качество, оперативность и обеспечение неограниченного доступа инвесторов к данной информации.

Постоянно развивается и хозяйственная практика в данном вопросе. В результате кризиса 2008-2009 гг. произошло своеобразное очищение национального фондового рынка от некачественных ценных бумаг. На сегодняшний день спросом инвесторов пользуются высоколиквидные бумаги первого эшелона, которые включены в ломбардный список Центрального банка РФ, эмитенты которых раскрывают финансовую отчетность по стандартам МСФО, которые имеют высокий кредитный рейтинг и осуществляют эффективный бизнес не менее трех лет. На рынке облигаций стали легитимными собрания облигационеров и их независимых представителей в тяжбах с эмитентами дефолтных облигаций (трасти), стало хорошей практикой наличие юридического заключения о финансовом состоянии эмитента с обязательной ответственностью компании, его выдавшей. Появилась возможность изменять условия выпуска дефолтных облигаций в процессе их обращения по согласованию сторон.

В 2011 г. вступают в силу повышающие прозрачность рынка поправки в федеральный закон "О рынке ценных бумаг", согласно которым эмитенты облигаций обязаны раскрывать информацию о чистых активах поручителей, а эмитенты акций - о дочерних структурах, имеющих акции головной компании. Значительно (с 13 до 51) уве-

личивается перечень существенных фактов хозяйственной деятельности эмитентов, подлежащих обязательному раскрытию. В целом, объем информации, раскрываемой АО, должен быть увеличен в 4 раза. Также вступает в силу запрет на свободную публикацию информации по активам повышенного риска, предназначенным для квалифицированных инвесторов. Одновременно внесены соответствующие изменения в законы "Об акционерных обществах", "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг", "Об инвестиционных фондах", в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях.

В связи с проблемой обращения РДР и допуска бумаг иностранных эмитентов на российский рынок ценных бумаг делается ряд шагов по "легализации" иностранного эмитента: принимаются меры по полноценному раскрытию информации об иностранном эмитенте на национальном рынке, в частности по синхронизации раскрытия информации на английском и русском языке.

В настоящее время в качестве объектов оборота используется ряд деривативов, не отнесенных законодательно к ценным бумагам, но по характеру обращения сходных с ними. Правовой режим, а также правила передачи таких объектов в настоящее время не определены, что вызывает определенные затруднения в практике. С целью устранения неопределенности следует обсудить возможность распространения режима бездокументарных ценных бумаг на определенные виды обрабатываемых деривативов.

В российском законодательстве сложилась своеобразная ситуация, когда юридическая сущность ценной бумаги представлена достаточно подробно (хотя и, как отмечено выше, довольно неоднозначно), в то время как содержание деривативов (являющихся в понимании автора не менее важной разновидностью титульного капитала) не имело точной фиксации в гражданском законодательстве. Мы согласны с П.Ю. Соловьевым в том, что в России долгое время единственным полным и адекватно отражающим действительность законодательным определением производных финансовых инструментов являлось определение, данное в Налоговом кодексе Российской Федерации.⁹ Там используется термин "финансовые инструменты срочных сделок", под которыми понимаются "соглашения участников срочных сделок (сторон сделки), определяющие

их права и обязанности в отношении базисного актива, в том числе фьючерсные, опционные, форвардные контракты, а также соглашения участников срочных сделок, не предполагающие поставку базисного актива, но определяющие порядок взаиморасчетов сторон сделки в будущем в зависимости от изменения цены или иного количественного показателя базисного актива по сравнению с величиной указанного показателя, которая определена (либо порядок определения которой установлен) сторонами при заключении сделки.

Данный пробел был восполнен с вступлением в силу 1 января 2010 г. изменений в федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»¹⁰, которые впервые в гражданском законодательстве ввели определение финансового инструмента, производного финансового инструмента, а также осуществили отнесение к финансовым инструментам ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

Несмотря на то, что одной из причин финансового кризиса называют чрезмерное увлечение сложными финансовыми продуктами, в основе которых лежали некачественные активы, а также чрезмерные риски, которые брали на себя как продавцы, так и покупатели кредитных деривативов (прежде всего CDS), не предполагается, что рассматриваемые способы финансирования (рефинансирования) и перераспределения рисков будут запрещены. Основным направлением станет усиление правового регулирования и надзора за рисками, которые берут на себя участники рынка. В рамках «Группы 20» в качестве мер, направленных на преодоление кризиса, выступают повышение устойчивости и прозрачности рынка кредитных деривативов, пересмотр стандартов бухгалтерской отчетности, в особенности в отношении сложных финансовых продуктов, установление более высоких требований к объему собственного капитала банков в отношении структурированных кредитов и мероприятий по секьюритизации, оценка стандартов деятельности кредитно-рейтинговых агентств и т.д. Как вид-

но, все эти меры находятся вне рамок частного права и касаются регулирования экономических нормативов и рисков. При совершенствовании гражданского законодательства в указанной сфере необходимо, прежде всего, предоставить юридическую возможность осуществления секьюритизации, которая обеспечена общими правами требования. Одновременно с этим следует вводить специальные требования и нормативы, которые бы снижали риски эмитента и участников рынка, приобретающих ценные бумаги, например, четкие критерии оценки качества требований, которые секьюритизируются.

Таким образом, правильное понимание своеобразной природы фиктивного (титульного) капитала является ключевым моментом для эффективного совершенствования российского законодательства по фондовому рынку.

¹ См.: *Ермолаев К.Н.* О системном подходе к анализу категории «фиктивный капитал» // Экон. науки. 2008. №8(45). С. 141-144; *Его же.* Секьюритизация как важнейшая функция фиктивного капитала в условиях глобализации // Экон. науки. 2009. № 7(56). С. 83-87; *Его же.* Ценные бумаги и деривативы как институциональные формы фиктивного (титульного) капитала // *Вопр. экономики и права.* 2010. № 4. С. 4-9.

² *Маркс К., Энгельс Ф.* Соч. 2-е изд. Т. 25, ч. II. С. 412-417.

³ *Плескачевский В.* Суд несколько опередил ситуацию // *Коммерсантъ daily.* 2005. 29 сент. С. 13.

⁴ *Гусева Т.* Систему учета прав на акции необходимо упрощать // *Коммерсантъ daily.* 2005. 29 сент. С. 13.

⁵ *Плескачевский В.* Указ. соч. С. 13

⁶ *Ермолаев К.Н.* Экономическая сущность фиктивной стоимости // *Вестн. Самар. гос. экон. ун-та.* 2008. №12. С. 35-40.

⁷ *Маркс К., Энгельс Ф.* Соч. 2-е изд. Т. 26. С. 110.

⁸ Там же. С. 112.

⁹ Налоговый кодекс Российской Федерации [от 5 авг. 2000]. Ч. II, ст. 301.

¹⁰ О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон от 25 нояб. 2009 г. № 281-ФЗ.

Поступила в редакцию 07.11.2010 г.