

К.В. Криничанский

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ





Федеральное государственное образовательное бюджетное
учреждение высшего образования
«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»
(Финансовый университет)

К.В. Криничанский

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебник для магистратуры



МОСКВА
2021

УДК

ББК У9(2)262.29.я7

К 824

Рекомендовано учебно-научным Департаментом банковского дела и финансовых рынков Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации

Рецензенты:

Рубцов Б.Б. — д.э.н., профессор, заместитель руководителя Департамента банковского дела и финансовых рынков Финансового факультета ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве российской Федерации»;

Семенкова Е.В. — д.э.н., профессор, профессор кафедры «Финансовые рынки» ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова»;

Соловьев П.Ю. — к.э.н., генеральный директор ООО «Кванториум».

Криничанский К.В.

К 82 **Рынок ценных бумаг:** Учебник для магистратуры / К.В. Криничанский. — М.: Прометей, 2021. — 412 с.

ISBN 978-5-00172-156-7

Учебник содержит углубленный курс дисциплины «Рынок ценных бумаг». Автором раскрывается основная терминология курса, теоретические концепции, необходимые для понимания основ функционирования рынка ценных бумаг. В учебнике изложены правовые вопросы выпуска и обращения ценных бумаг — акций, облигаций, векселей, депозитных и сберегательных сертификатов, закладных и т.д. и производных финансовых инструментов — форвардных контрактов, фьючерсов, опционов, свопов. Учебник содержит развернутый раздел, посвященный юридическим основам деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и инфраструктурных организаций — брокеров, дилеров, фондовых бирж, клиринговых компаний, депозитариев, регистраторов. Отдельные разделы учебника предлагают к изучению фундаментальную и техническую доктрины инвестиционного анализа рынка ценных бумаг, содержат рассмотрение моделей анализа инвестиционных ценных бумаг, включая анализ инвестиционного портфеля.

Учебник рекомендуется студентам магистратуры, осваивающим дисциплины «Рынок ценных бумаг», «Современные финансовые рынки», «Финансовый инжиниринг», а также интересующимся освоением данных дисциплин специалистам, практикам, инвесторам.

© Криничанский К.В., 2021

ISBN 978-5-00172-156-7

© Издательство «Прометей», 2021

ОГЛАВЛЕНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ	6
1. ПОНЯТИЕ, ВИДЫ И КЛАССИФИКАЦИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ	9
1.1. Понятие и признаки финансового инструмента, ценной бумаги и производного финансового инструмента	9
1.2. Классификация ценных бумаг	22
2. ЭМИССИОННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ИХ РЫНКИ	32
2.1. Акции	32
2.2. Рынок акций	42
2.3. Облигации	50
2.4. Государственные ценные бумаги	56
2.5. Рынки корпоративных и государственных облигаций	65
3. НЕЭМИССИОННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ	73
3.1. Векселя	73
3.2. Чеки	82
3.3. Депозитные и сберегательные сертификаты . . .	86
3.4. Закладные	92
3.5. Складские свидетельства	96
3.6. Коносаменты	100
4. ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ И ИХ РЫНКИ	105
4.1. Опционы	105
4.2. Форвардные контракты	115
4.3. Фьючерсные контракты	118
4.4. Свопы	128

5. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ	137
5.1. Введение в профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг	138
5.2. Брокерская и дилерская деятельность на рынке ценных бумаг	144
5.3. Деятельность по управлению ценными бумагами	154
5.4. Депозитарная деятельность	160
5.5. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг	163
6. ОРГАНИЗАЦИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	176
6.1. Организаторы торговли на рынке ценных бумаг	177
6.2. Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг)	185
7. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ	198
7.1. Финансовые рынки и финансовые системы: структура, теоретические подходы к изучению, ключевые категории.	198
7.2. Функции финансового рынка и рынка ценных бумаг	205
7.3. Экономический анализ финансовых рынков ...	206
7.4. Дискуссия о взаимосвязи финансового развития и экономического роста	212
8. СТРУКТУРА И РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	222
8.1. Структура и инфраструктура рынка ценных бумаг	222
8.2. Регулирование рынка ценных бумаг.	227
9. АНАЛИЗ РЫНКОВ АКЦИЙ	241
9.1. Дивидендная и общая доходность вложений в акции	241
9.2. Модель DDM оценки обыкновенных и привилегированных акций	244
9.3. Оценка риска акций	254
9.4. Рыночная модель	255

10. АНАЛИЗ РЫНКОВ ОБЛИГАЦИЙ	262
10.1. Количественные параметры облигаций.....	262
10.2. Доходность облигаций	267
10.3. Кредитные рейтинги облигаций	274
10.4. Дюрация и модифицированная дюрация облигации	278
10.5. Конвекция облигации	283
10.6. Анализ портфеля облигаций	284
11. ПОРТФЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ	293
11.1. Модель выбора инвестиционного портфеля . . .	394
11.2. Свойства портфеля, включающего безрисковые активы и займы	311
11.3. Модель оценки финансовых активов (CAPM)..	316
12. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	399
12.1. Основные положения об инвестиционном анализе рынка ценных бумаг	340
12.2. Основная концепция и алгоритмы фундаментального анализа рынка ценных бумаг.	341
12.3. Сравнительный подход к оценке активов.....	352
13. ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	362
13.1. Введение в технический анализ	363
13.2. Визуально-графический анализ.....	365
13.3. Индикаторы тенденций	373
13.4. Осцилляторный анализ.....	382
13.5. Индикаторы волатильности.	385
ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ И НОРМАТИВНЫЕ ИСТОЧНИКИ, ОФИЦИАЛЬНЫЕ ДОКУМЕНТЫ . . .	391
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	396
ЭЛЕКТРОННЫЕ РЕСУРСЫ	407

ПРЕДИСЛОВИЕ

Современные финансовые рынки представляют собой сложную многослойную систему, сложившуюся вокруг нескольких основных способов доставки наличности от сберегателей к заемщикам — бизнесу, правительствам стран. Один из таких базовых механизмов представлен рынком ценных бумаг. Роль рынка ценных бумаг в этом смысле на протяжении последних пятидесяти лет неуклонно возрастает. Более того, некоторые свойства и качества данного рынка позволяют предполагать, что посредничество рынков ценных бумаг позволяет экономикам стран достигать лучших результатов в смысле активизации инвестиций, повышения производительности и экономического роста, чем это могли бы делать банковские системы.

Отметим, что развитые страны и страны с формирующимися рынками уделяют все больше внимания развитию рынков ценных бумаг и деривативов, вступая в конкуренцию за ликвидность, инвесторов и компании, привлекающие денежные ресурсы через выпуск ценных бумаг. В этой связи в нескольких десятках стран динамично развивается такой центральный институт рынка, как биржа. Со своей стороны, частные инвесторы (в том числе — российские) проявляют все больший интерес к инструментам рынка ценных бумаг, чему способствуют макроэкономические условия, прежде всего, умеренная инфляция и низкие процентные ставки.

Сказанное выше говорит в пользу актуальности изучения рынка ценных бумаг и включения данного предмета в обязательный круг дисциплин, в первую очередь,

при подготовке бакалавров и магистров по направлениям «Экономика» и «Менеджмент».

Предложенное издание представляет собой курс дисциплины «Рынок ценных бумаг», ориентированный, главным образом, на магистерские программы. Он охватывает 13 базовых тем, которым посвящены соответствующие главы — от рассмотрения понятия, видов и классификации ценных бумаг до изучения технического анализа рынка ценных бумаг. Мы знакомим читателя с терминологией курса, опираясь при этом на актуальное законодательство и академические источники, комментируем правовые аспекты выпуска и обращения различных видов эмиссионных и неэмиссионных ценных бумаг, описываем особенности производных финансовых инструментов, излагаем правовые и экономические основы деятельности профессиональных посредников (брокеров, дилеров, доверительных управляющих) и инфраструктурных организаций (бирж, клиринговых организаций, депозитариев, реестродержателей) рынка ценных бумаг. В работе рассматриваются методы количественной оценки акций и облигаций, излагаются основы теории инвестиционного портфеля, разбираются подходы, алгоритмы и инструменты фундаментального и технического анализа фондового рынка. Отдельная глава посвящена изучению доктрины экономического анализа финансовых рынков, а также исследованию проблемы оценки взаимосвязи развития финансового рынка (и отдельно — рынка ценных бумаг) и экономического роста.

Кроме того, учебник снабжен иллюстративным материалом, помогающим проанализировать современное состояние и основные тенденции развития отдельных сегментов рынка ценных бумаг в России.

Следует отметить что предложенный учебник имеет гибридный формат, сочетая в себе качества учебника

с некоторыми элементами научной монографии. В пользу первого говорит то, что изложению материала предшествует анонс целевых компетенций обучаемого, в конце каждой главы предлагаются вопросы и задания для обучающихся, необходимые для организации самостоятельной работы студентов. В пользу второго говорит научный стиль изложения, предложения к дискуссии, встроенные в тексты параграфов и вынесенные в списки заданий, обширный список используемой литературы, постраничные ссылки на источники.

Работа над освоением дисциплины «Рынок ценных бумаг» не может ограничиваться изучением одного лишь учебника. Важная часть успеха — правильно поставленная самостоятельная работа. Она должна включать изучение нормативных и законодательных актов в области выпуска и обращения ценных бумаг, работы рыночных посредников, изучение специальной научной литературы, решение задач, подготовку рефератов и творческих заданий, обсуждение результатов самостоятельного поиска в группах. Рассчитываю, что работа с данным учебником поможет студентам эффективно продвигаться в освоении курса.

Автор учебника будет рад отзывам, комментариям и предложениям по поводу данной книги.

*К.В. Криничанский,
e-mail: kkrin@fa.ru*

1. ПОНЯТИЕ, ВИДЫ И КЛАССИФИКАЦИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Изучение данной главы позволит студенту:

знать

- главные вопросы и проблемы юридической теории ценных бумаг;
- тенденции современного развития института ценных бумаг;

уметь

- формулировать понятия ценная бумага, производный финансовый инструмент, эмиссионная ценная бумага, именная, предъявительская и ордерная ценная бумага, долговая и долевая ценная бумага, документарная и бездокументарная ценная бумага;
- давать характеристику юридических признаков ценных бумаг — формальности, легитимации, literalности, абстрактности, публичной достоверности, презентации, оборотоспособности;
- давать характеристику инвестиционных ценных бумаг через их экономические признаки;

владеть

- методологией классификации ценных бумаг.

1.1. Понятие и признаки финансового инструмента, ценной бумаги и производного финансового инструмента

В российском законе «О рынке ценных бумаг» определено, что ценные бумаги являются разновидностью

финансовых инструментов. Другой разновидностью предлагается считать производные финансовые инструменты.

Международные стандарты финансовой отчетности (IAS 32 и 39) определяют финансовый инструмент следующим образом:

Финансовый инструмент — любой договор, в результате которого у одного лица (entity) возникает финансовый актив, а у другого лица — финансовое обязательство или акционерный капитал

Понятие «ценная бумага» возникло и вошло деловой оборот благодаря развитию хозяйственной практики, которая требовала определенных структур взаимодействия экономических агентов, и усердиям юристов и правоведов, анализировавших практики хозяйственных отношений, возникающие и разрешающиеся юридические споры и отделивших данное понятие для обозначения инструмента, свидетельствующего как об определенных юридически обязывающих отношениях лиц, так и о статусе и свойствах самого инструмента, которые будут описаны ниже.

Родовое понятие «ценная бумага» не было известно до XVIII века. Вместо этого существовали отдельные не систематизированные в единую правовую конструкцию институты, такие как вексель, закладная, облигация, акция. Некоторые из этих институтов стали известны, начиная примерно с XI века. Развитие института каждого вида ценных бумаг было длительным процессом формирования

1) определенных моделей *финансовых контрактов*, закрепляющих права и обязательства сторон, способствующих достижению сторонами определенных целей и интересов (главным образом, продиктованных их экономическими интересами),

2) *механизмов инфорсмент* или принуждения к исполнению данных контрактов, формально лежащих вне понятия каждого отдельного института, но чрезвычайно важных для наделения его должным доверием со стороны участников экономических отношений.

Данный процесс постепенно и в консервативной манере сопровождался инкорпорированием практик в действующее законодательство. Ключевые факты из этой истории, равно как и дискуссии ученых на этот предмет можно обнаружить в трудах российских ученых-цивилистов, таких как Н. Нерсесов¹ (2000), М. Агарков² (1994), В. Белов³ (2007) и др. Также и ряд ученых-экономистов, например, А.В. Макеев⁴ (2002), С.З. Мошенский⁵ (2007) обращались к данной проблематике, фокусируясь на вопросах эволюции отдельных видов ценных бумаг. Изучению генезиса институтов ценных бумаг, ориентированному как на его экономические, так и институциональные аспекты, посвящены работы автора настоящего учебника⁶.

¹ *Нерсесов Н.О.* Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве. М.: Статут, 2000. 286 с. Данное издание включает две монографии автора — 1878 и 1889 гг.

² *Агарков М.М.* Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. М.: Волтерс Клуверт, 2005. 336 с. Издание под заголовком «Учение о ценных бумагах» данного автора впервые увидело свет в 1927 г.

³ *Белов В.А.* Ценные бумаги в российском гражданском праве. В 2-х т. Т. I. М.: Центр ЮрИнфо, 2007. 589 с.

⁴ *Макеев А.В.* Неэмиссионные ценные бумаги. Ч.1. Вексель. М.: ФА, 2002. 168 с.

⁵ *Мошенский С.З.* Вексель. Базовые концепции. Киев: Планета-Друк, 2007. 1280 с.

⁶ *Криничанский К.В.* Эволюция и функции институтов рынка ценных бумаг: Монография. М.: ТЕИС, 2009. 560 с.

Общим признаком векселя, облигации и других инструментов, объединившим их в единой категории «ценная бумага», было следующее свойство: **закрепление имущественных прав посредством составления документа, который одновременно позволял передавать (отчуждать) закрепленные в нем права от владельца документа другому лицу.** Появление вобравшего в себя данное свойство класса инструментов гражданского оборота стало возможным, благодаря преодолению некоторых противоречий юридической науки, давшим начало формированию юридической теории ценных бумаг. Важнейшими заключениями, сделанными на основе юридического анализа, ставшими основополагающими для данной теории, являются следующие:

1) отношения, связанные с выпуском и обращением ценных бумаг, регулируются нормами как вещного, так и обязательственного права;

2) главной особенностью ценной бумаги как объекта гражданского оборота является неразрывная связь бумаги (документа) и права: права, вытекающие из ценной бумаги, переходят вместе с бумагой (документом);

3) добросовестный приобретатель ценной бумаги вправе довериться формальной легитимации отчуждателя, не неся при этом никаких юридических рисков.

Прежде чем ввести определение ценной бумаги, выделим ее компоненты как юридической конструкции. Это:

1) содержание ценной бумаги (права, которые ей закрепляются);

2) способы легитимации владельца (держателя);

3) особенности формы ценных бумаг (возможность существования ценной бумаги в документарной и(или) бездокументарной форме).

В отечественном гражданском законодательстве определение ценной бумаги закреплено ст.142 Части I Гражданского кодекса Российской Федерации:

Ценными бумагами являются документы, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов (документарные ценные бумаги).

Ценными бумагами признаются также обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав в соответствии со ст. 149 Гражданского кодекса (бездокументарные ценные бумаги).

Как видно, в данных формулировках сделан упор на первый и третий из выше указанных компонентов, тогда как третий представляется возможным уточнить в других частях Гражданского кодекса или иных законах. Таким образом, подробная регламентация порядка подтверждения прав на ценную бумагу, передачи прав по ценной бумаге, исполнения по ценной бумаге, наконец, установление конкретных видов ценных бумаг — предмет законодательных норм, строящихся на основе Гражданского кодекса.

Существует альтернативный подход к определению ценной бумаги, основанный на построении списка допущенных к обращению видов ценных бумаг. Подобное определение содержится в американском Законе «О ценных бумагах» 1933 г. (Securities Act of 1933):

Если из контекста не следует иное, термин **«ценная бумага» («security»)** распространяется на любое оформление долга, акцию, казначейскую акцию, облигацию (обеспеченную

и необеспеченную), сертификат интереса или участия в любом прибыльно-долевом соглашении, сертификат о передаче в траст обеспечения, сертификат о подписке, оборотный пай, инвестиционный контракт, сертификат доверительной передачи голоса, сертификат депозита ценной бумаги, минимальную неделимую долю участия в прибылях на нефть, газ или другие права на минералы, опцион, варрант, депозитный сертификат, в принципе любой интерес или долю участия, любую сделку с предварительной премией, любой финансовый инструмент, традиционно известный как *«security»*, а также чек, гарантию прав на подписку или покупку любого из предшествующих.

Представленный список не является закрытым и дает возможность хозяйствующим единицам развивать данный институт, разрабатывая новые инструменты, свойства которых востребованы в экономических взаимоотношениях.

Ч. 2 ст. 142 Части I Гражданского кодекса Российской Федерации определяет, что ценными бумагами являются акция, вексель, закладная, инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, коносамент, облигация, чек и *иные ценные бумаги, названные в таком качестве в законе или признанные таковыми в установленном законом порядке*. В этой связи возможные споры хозяйственных субъектов по поводу отношений, близких по духу структурируемым понятием «ценная бумага», в России (в силу природы ее системы права, тяготеющей к континентальному семейству права) вряд ли будут рассмотрены по существу, но скорее по формальным признакам, исходя из того, наблюдается ли в случае данного конкретного спора факт выпуска установленных законом ценных бумаг или нет.

Представим важнейшие признаки ценных бумаг, рассматриваемые в рамках юридической концепции ценных бумаг.

Легитимация ценной бумаги означает определение лица, признаваемого управомоченным на требование платежа или иные выгоды, следующие из права на ценную бумагу. Это закреплено в ст. 143.1 Части I Гражданского кодекса Российской Федерации, где вводятся определения предъявительских, ордерных и именных ценных бумаг (см. подробнее п. 1.2).

Литеральность ценной бумаги означает возможность требовать исполнения только того, что прямо обозначено в ценной бумаге.

Абстрактность ценной бумаги означает ее независимость от основания выдачи. Абстрактность влечет следующее свойство: отказ от исполнения обязательства, удостоверяемого ценной бумагой, со ссылкой на отсутствие основания обязательства либо на его недействительность не допускается.

Публичная достоверность ценной бумаги означает, что всякий ее добросовестный приобретатель может довериться ее формальным признакам, легитимирующим правопродшественника, не рискуя столкнуться с отказом в исполнении, а всякий должник — освободить себя от обязанностей по ней, исполнив их формально легитимированному лицу, не рискуя быть обвиненным в ненадлежащем исполнении.

Оборотоспособность ценной бумаги означает, что ценная бумага может быть объектом гражданско-правовых сделок (купли-продажи, дарения, мены, займа, залога, наследования, хранения, страхования).

Формальность (или формальный характер) ценной бумаги⁷ означает необходимость строгого соблюдения формы и обязательных реквизитов при ее составлении. Это закреплено в ст. 143.1 Части I Гражданского кодекса

⁷ Это и следующее за ним свойство презентации распространяются только на документарные ценные бумаги.

Российской Федерации, где говорится, что законом должны быть определены обязательные реквизиты, требования к форме документарной ценной бумаги и другие требования к документарной ценной бумаге, а также устанавливается, что *при отсутствии в документе обязательных реквизитов документарной ценной бумаги, несоответствии его установленной форме и другим требованиям документ не является ценной бумагой*, но сохраняет значение письменного доказательства.

Презентация ценной бумаги означает, что предъявление ценной бумаги обязательно для осуществления закрепленных в ней прав.

Юридические признаки ценных бумаг не только формируют базисный каркас конструкции ценной бумаги как института, посредством которого структурируются отношения экономических субъектов, в них выкристаллизовываются преимущества данного института. В частности, такие признаки, как абстрактность и публичная достоверность определяют известную *защиту сторон* (владельца и обязанного по ценной бумаге лица) *от юридических рисков*. Например, если выясняется, что при передаче прав по векселю посредством совершения индоссаменты (см. п. 3.1) один или несколько индоссантов были неспособными обязываться лицами, либо вскрылось наличие поддельных подписей или подписей несуществующих лиц, выступающих в векселе как индоссанты или авалисты, вексель не теряет юридической силы, так как подписи других лиц остаются в силе, а их обязательства действительными. Так что добросовестный приобретатель векселя не теряет при этом свои права, вытекающие из данного документа.

Однако, надо заметить, что преимущества, которые могут нести отношения, скрепленные ценными бумагами, часто зависят от других обстоятельств, в частности

от практики правоприменения, а также от глубины развития рынков и их архитектуры⁸.

Проследим основные тенденции современного развития института ценной бумаги. Одна из них состоит в **овеществлении, опредмечивании имущественных прав**. Эта тенденция получила самое широкое развитие в связи с распространением практики *секьюритизации активов* — трансформации приносящих доход активов, как правило, имеющих форму кредитных обязательств (включая ипотеку), в обращаемые ценные бумаги. Секьюритизация означает «переупаковку» имущественных прав: права кредитора на получение исполнения по денежному обязательству облакаются в форму вещи — ценной бумаги, обеспеченной активами, в качестве которых лежат те финансовые контракты, из которых вытекают соответствующие денежные обязательства. Кроме обозначенного изменения формы секьюритизация обеспечивает замену индивидуальных (нестандартных по рыночным параметрам) контрактов стандартными контрактами (с едиными внутри выпуска номиналом, ставкой доходности и пр.). Секьюритизация создает оригинальный и эффективный способ рефинансирования различных классов активов и формирует целое семейство новых активов — свободно обращаемых на рынке ценных бумаг.

Вторая тенденция состоит в **дематериализации вещей, ослаблении вещно-правовых объектных характеристик в пользу обязательствно-правовых**. Частный случай этого явления — **дематериализация финансовых инструментов**, состоящая в изменении способа подтверждения прав, удостоверяемых финансовыми

⁸ Обстоятельное исследование опыта построения финансовых рынков в различных странах, их сходств и отличий представлено в книге: *Рубцов Б.Б.* Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 926 с.

инструментами, выпущенными в документарной форме, путем подтверждения этих прав электронными записями в системе учета центрального депозитария и (или) единого регистратора.

Рассмотрев подробно институт ценной бумаги, остановимся на понятии производного финансового инструмента. Приведем легальное определение. Согласно ст. 2 российского закона «О рынке ценных бумаг»⁹,

Производный финансовый инструмент (далее – ПФИ) – это договор, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей:

1) обязанность сторон или стороны договора периодически или одновременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, либо иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, а также от изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких показателей. При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

2) обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

3) обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее

⁹ Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.

Производные финансовые инструменты (или *деривативы*) имеют особое значение в экономике в связи с их ролью в устранении неопределенности и достраивании системы цен за счет цен на еще не произведенные товары. Во многом применение деривативов определяется потребностями в хеджировании рисков, но при этом значительная часть их оборота обязана спекулятивным операциям.

В российском законодательстве понятие ПФИ появилось достаточно поздно. В его отсутствие использовались альтернативные терминологические конструкции — срочная сделка, финансовый инструмент срочной сделки, сделка на разницу без четкого разъяснения их содержания¹⁰. Не все основные критерии и элементы ПФИ определены в выше приведенной дефиниции. Дополняя ее, отметим, что такими критериями и элементами являются:

1) связанность (зависимость) стоимости дериватива со значением и (или) изменением цены, других показателей базового актива;

2) определение круга объектов, выступающих базовым активом ПФИ;

3) наличие механизмов, необходимых для возникновения, изменения и прекращения производных финансовых инструментов (в том числе неттинга), а также эффективной системы обеспечения обязательств¹¹;

¹⁰ Селивановский А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. 584 с.

¹¹ Включая правовые механизмы и рыночную инфраструктуру в лице биржевых институтов и организаций пост-трейдинга.

4) возможность разработки рамочных соглашений для создания ПФИ.

Еще один критерий связан с отнесением ПФИ к разряду срочных контрактов. В противоположность спотовому рынку, то есть рынку с немедленной поставкой, на рынке ПФИ возникают обязательства по поставке активов, условия которых оговариваются в день заключения договора, а сама поставка откладывается на некоторый срок (не менее двух рабочих дней, иначе сделка считается немедленной).

Базовым активом дериватива может выступать иностранная валюта, ценные бумаги, процентные ставки, фондовые индексы, иное имущество, имущественные права и информация. Список является открытым. В отношении имущества, используемого в качестве базового актива, предполагается выполнение некоторых условий. Среди них:

- доступность к информации об обращении данных товаров (имущества), достаточной для свободного ценообразования;
- отсутствие ограничения оборота данных товаров (имущества);
- данные товары (имущество) должно характеризоваться родовыми признаками;
- взаимозаменяемость данных товаров (имущества).

Базовым активом может быть некоторый индикатор, в том числе показатель, связанный с кредитным риском, наступлением или не наступлением страхового события, интервальные показатели инфляции, тарифы, показатели погодных условий и пр. К такого рода индикаторам (показателям) предъявляются жесткие требования, а именно:

- показатель должен иметь количественное выражение;
- его абсолютное (относительное) значение или значение изменения, используемые для определения размера денежного обязательства, не могут быть известны сторонам при заключении договора, являющегося ПФИ;

- стороны ПФИ не могут оказывать прямого влияния на значение или изменение значения показателя;
- значение индикатора на момент прекращения денежного обязательства может быть однозначно определено способом, установленным ПФИ и пр.

Приведем примеры базовых активов, используемых в конструкциях погодных деривативов:

HDD (heating degree days) — значение индекса градусо-сутней отопительного сезона (зима);

CDD (cooling degree days) — значение индекса градусо-сутней сезона кондиционирования (лето);

CAT (Cumulative Average Temperature) — значение индекса кумулятивной средней температуры в Европе (лето)¹².

Индексы HDD и CDD рассчитываются в соответствии с тем, на какое количество градусов средняя суточная температура отклоняется от базового значения 65 градусов по Фаренгейту в США и 18 градусов по Цельсию в Европе и Японии.

Различия способов исполнения ПФИ задает деление данных инструментов на три категории — поставочные, условные и расчетные ПФИ. Данная классификация в том числе связана с правоспособностью сторон контракта — участников рынка. Так, некоторые виды ПФИ вправе заключать только лица, уполномоченные на проведение определенных операций. В частности, поставочные фьючерсы на иностранную валюту вправе заключать только имеющие соответствующие полномочия на валютном рынке финансовые институты¹³.

¹² См.: <https://www.cmegroup.com/trading/weather/temperature-based-indexes.html> (дата обращения: 03.01.2021).

¹³ *Азимова Л., Селивановский А.* Вопросы формирования законодательства о производных финансовых инструментах // Рынок ценных бумаг. 2003. №19. С.48–56.

Наконец, еще один важный элемент конструкции ПФИ — создаваемая система гарантий и страховых механизмов¹⁴.

1.2. Классификация ценных бумаг

Классификация ценных бумаг представляет собой сложную многокритериальную систему, в которой каждый вид ценных бумаг получает несколько признаков. Взятые вместе, данные признаки, определяют *уникальный код*, присущий только данному виду ценных бумаг. Далее будет предложено описание имеющихся вариаций классификационных делений. Для этого каждый раз предварительно будет определяться ключевой критерий соответствующей классификации.

1. По форме выпуска и способу регистрации выпуска ценных бумаг ценные бумаги делятся на эмиссионные и неэмиссионные.

Согласно ст. 2 российского закона «О рынке ценных бумаг», **эмиссионная ценная бумага** — это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

а) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;

б) размещается выпусками;

в) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

¹⁴ Принципы ее работы рассматриваются ниже в параграфе, освещающем клиринговую деятельность.

Неэмиссионная ценная бумага — это документ, не обладающий хотя бы одним из выше перечисленных признаков.

К классу эмиссионных ценных бумаг относятся акции, облигации, опционы эмитента. Другие виды ценных бумаг являются неэмиссионными.

Отношения о поводе размещения, погашения и обращения эмиссионных ценных бумаг в Российской Федерации регулируются положениями Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Реестр эмиссионных ценных бумаг, содержащий информацию о зарегистрированных им выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг, а также информацию о выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг, не подлежащих государственной регистрации (например, информацию о биржевых облигациях), ведет регистрирующий орган. В отношении корпоративных ценных бумаг — это Банк России¹⁵. Регистрация условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, а также отчетов об итогах выпуска данных бумаг ведется Министерством финансов Российской Федерации¹⁶.

¹⁵ Реестр зарегистрированных Банком России выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг кредитных организаций размещен по ссылке: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/50923/01.12.2020_all.xlsx (дата обращения: 03.01.2021). Сведения из реестра эмиссионных ценных бумаг эмитентов, не являющихся кредитными организациями, доступны по ссылке: <https://www.cbr.ru/registries/rcb/ecb/> (дата обращения: 03.01.2021). Общий список всех реестров, ведущихся Банком России, расположен по ссылке: <https://www.cbr.ru/registries/rcb/ecb/> (дата обращения: 03.01.2021).

¹⁶ См.: https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/capital_issue/ (дата обращения: 03.01.2021).

2. По организационно-правовому статусу эмитента ценные бумаги делят на государственные, муниципальные и корпоративные.

Государственные ценные бумаги — ценные бумаги, эмитентом которых является исполнительный орган государственной власти — чаще всего — финансовое ведомство (министерство финансов) страны или региона (провинции).

Муниципальные ценные бумаги — ценные бумаги, эмитентом которых является орган местного самоуправления — администрация города, городского округа или муниципального района.

Корпоративные ценные бумаги — ценные бумаги, эмитентом которых является компания, имеющая форму акционерного общества или иную, допустимую для выпуска соответствующих ценных бумаг.

Данная классификация в большей степени относится к сегментации рынка облигаций и применительно к иным ценным бумагам может не использоваться.

3. По функциональному назначению ценных бумаг и юридической схожести отношений между лицом, обязанным по ценной бумаге, и ее владельцем ценные бумаги можно разделить на долговые, долевые, платежные и товарораспорядительные¹⁷.

Долговые ценные бумаги (*debt-based securities*) — ценные бумаги, в основе которых лежат отношения займа. Примерами таких бумаг являются облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты, жилищные сертификаты, закладные.

Долевые ценные бумаги (*equity-based securities*) — ценные бумаги, в основе которых лежат отношения совладения.

¹⁷ В то время как в российском законодательстве определения классификационных групп ценных бумаг по функциональному назначению не задаются, некоторые из них есть в законодательстве других стран, например, Республики Казахстан.

Примерами долевых ценных бумаг являются акции, инвестиционные паи, ипотечные сертификаты участия.

Платежные ценные бумаги — ценные бумаги, которые могут служить в качестве признанных законом или используемых по обычаю платежных средств. К группе платежных бумаг в первую очередь должны быть отнесены чеки, а также векселя.

Товарораспорядительные ценные бумаги — ценные бумаги, которые дают право свободно распоряжаться указанным в них товаром, факт существования и свойства (в том числе качество) которого подтверждены лицом, принявшим данный товар на хранение или к перевозке. К таким бумагам относятся коносаменты и складские свидетельства.

4. По форме существования ценной бумаги и способу фиксации прав ее владельца ценные бумаги делятся на документарные и бездокументарные.

В российском законодательстве деление ценных бумаг по форме их существования на документарные и бездокументарные распространено только применительно к эмиссионным ценным бумагам. В параграфе 1.1 было приведено определение документарных и бездокументарных ценных бумаг, содержащееся в Гражданском кодексе Российской Федерации. В законе «О рынке ценных бумаг» на этот счет предлагается следующая пара определений.

Документарная форма эмиссионных ценных бумаг — форма, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо.

Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг — форма, при которой владелец устанавливается на основании записи в реестре владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо.

Таким образом, эмиссионные ценные бумаги могут быть документарными либо бездокументарными. Неэмиссионные ценные бумаги по умолчанию предполагается считать подлежащими выпуску только в документарной форме, хотя новации последних лет послужили поводом появления конструкции бездокументарных неэмиссионных ценных бумаг. в частности, закладных.

5. По способу и порядку передачи прав собственности по ценным бумагам существует деление на именные, предъявительские и ордерные ценные бумаги.

Согласно ст. 143 Части I Гражданского кодекса Российской Федерации, именной является документарная ценная бумага, по которой лицом, уполномоченным требовать исполнения по ней, признается одно из следующих указанных лиц:

1) владелец ценной бумаги, указанный в качестве правообладателя в учетных записях, которые ведутся обязанным лицом или действующим по его поручению и имеющим соответствующую лицензию лицом. Законом может быть предусмотрена обязанность передачи такого учета лицу, имеющему соответствующую лицензию;

2) владелец ценной бумаги, если ценная бумага была выдана на его имя или перешла к нему от первоначального владельца в порядке непрерывного ряда уступок требования (цессий) путем совершения на ней именных передаточных надписей или в иной форме в соответствии с правилами, установленными для уступки требования (цессии).

Определение, которое будет использовано в рамках данного курса, звучит так:

Именные ценные бумаги — ценные бумаги, права держателей которых подтверждаются именем (наименованием) владельца, внесенным в текст бумаги и (или) записью в книге регистрации (реестре) ценных бумаг, и передаются в порядке, установленном для уступки требований (цессии).

Именными являются акции, опционы эмитента, складные, инвестиционные паи. Именными могут быть облигации, сберегательные и депозитные сертификаты, коносаменты.

Обращаясь к ст. 143 Части I Гражданского кодекса Российской Федерации, мы извлекаем следующую формулировку понятия предъявительской ценной бумаги: предъявительской является документарная ценная бумага, по которой лицом, уполномоченным требовать исполнения по ней, признается ее владелец.

В целях нашего курса будем использовать следующую дефиницию:

Ценные бумаги на предъявителя — ценные бумаги, для подтверждения прав держателей которых достаточно их простого предъявления владельцем.

Предъявительской ценной бумагой является простое складское свидетельство. Предъявительскими могут быть такие ценные бумаги, как облигации, сберегательные и депозитные сертификаты, коносаменты.

Согласно цитируемого правового источника, в России ордерной признается документарная ценная бумага, по которой лицом, уполномоченным требовать исполнения по ней, признается ее владелец, если ценная бумага выдана на его имя или перешла к нему от первоначальному владельцу по непрерывному ряду индоссаментов.

В данном учебнике будем использовать следующую трактовку данного понятия:

Ордерные ценные бумаги — ценные бумаги, права держателей которых подтверждаются как предъявлением этих бумаг, так и наличием в них приказов и передаточных надписей, при этом права по ордерной ценной бумаге передаются путем совершения на этой бумаге передаточной надписи — индоссаментов.

Ордерными ценными бумагами являются вексель, двойное складское свидетельство, залоговое свидетельство. Ордерными могут быть такие ценные бумаги, как коносамент.

6. По характеру обращения ценные бумаги делятся на фондовые и коммерческие.

Фондовые ценные бумаги — ценные бумаги, имеющие хождение на фондовых биржах и других организованных рынках ценных бумаг. Это, главным образом, акции, инвестиционные паи, а также облигации.

Коммерческие ценные бумаги — ценные бумаги, обслуживающие процесс товарооборота (реже — денежного обращения) и определенные имущественные сделки. К ним относятся векселя, виды товарораспорядительных ценных бумаг.

Необращаемые ценные бумаги — ценные бумаги, обращение которых ограничено эмитентом.

7. По направлению использования эмитентами и держателями ценные бумаги делятся на инвестиционные и коммерческие.

Инвестиционные, или капитальные — ценные бумаги, являющиеся объектом вложения капитала. К ним относятся акции, облигации, инвестиционные паи и др.

Коммерческие — ценные бумаги, обслуживающие денежные расчеты и оборот материальных активов на различных рынках. К таким ценным бумагам относятся чеки, векселя, коносаменты и все виды складских свидетельств.

Вопросы, задания и методические рекомендации

1. Раскройте положения юридической теории ценных бумаг, опираясь на доктрины данной теории, изложенные в работах М.М. Агаркова, В.А. Белова, Н.О. Нерсесова и других ученых.

2. Используя цитируемые выше и другие источники, назовите инструменты, используемые для передачи имущественных прав, ставшие впоследствии отдельными видами ценных бумаг. Какие хозяйственные отношения лежали в основе их появления?

3. Проследите, в результате каких правовых и в условиях каких экономических изменений эволюционировал институт таких видов ценных бумаг, как вексель, акция, облигация¹⁸.

4. Какие изменения происходили по мере расширения практики использования ценных бумаг в отношении способа легитимации владельца ценных бумаг и способа передачи прав по ценным бумагам?

5. Назовите и охарактеризуйте юридические признаки ценной бумаги¹⁹.

6. Какие виды прав могут быть закреплены ценной бумагой?

7. Какие существуют способы определения понятия «ценная бумага»? Как данное понятие определено в российском праве?

8. Внимательно изучите нормы российского гражданского законодательства, раскрывающие понятие ценной бумаги, конкретизирующие виды ценных бумаг,

¹⁸ См. об этом: *Криничанский К.В.* Генезис и эволюция институтов государственных и частных облигационных займов // *Журнал экономической теории.* 2008. № 2. С. 67–83; *Криничанский К.В.* Генезис института векселя: функциональный аспект // *Вопросы экономики.* 2009. № 8. С. 110–122; *Криничанский К.В.* Эволюция и функции институтов рынка ценных бумаг. Научное издание. Монография. М.: ТЕИС, 2009. 560 с.

¹⁹ См.: *Белов В.А.* Ценные бумаги в российском гражданском праве. В 2-х т. Т. 1. М: Центр ЮрИнфо, 2007. 589 с.; *Лапач В.А.* Система объектов гражданских прав: теория и судебная практика. М., 2004. Гл. 5. Ценные бумаги в системе объектов гражданских прав.

определяющие субъекта прав, удостоверенных ценной бумагой, определяющие порядок передачи прав по ценной бумаге, исполнения по ценной бумаге (см. Гражданский кодекс Российской Федерации, ч. I, ст. 142 — 149). На основе изученного раскройте классификационные категории ценных бумаг.

9. Опираясь на положения изученного параграфа и отечественное законодательство, проследите связи между классификационными группами ценных бумаг.

10. Каково значение введения понятия эмиссионной ценной бумаги в российском праве? Каким документом регулируются отношения по поводу размещения, погашения и обращения эмиссионных ценных бумаг?

11. Аргументируйте, каковы ограничения свободного обращения российских ценных бумаг на зарубежных фондовых рынках и иностранных ценных бумаг на российском фондовом рынке?

12. Каковы особенности инвестиционных и коммерческих ценных бумаг? Каковы экономические признаки и свойства данных инструментов?

13. Охарактеризуйте понятие производного финансового инструмента. Какова сфера использования ПФФИ?

14. Проанализируйте основные элементы конструкции ПФФИ.

Приглашение к дискуссии

1. Как свойства, заложенные юридическими нормами, характеризующими ценные бумаги, способствуют смягчению или устранению некоторых юридических рисков, возникающих во взаимоотношениях субъектов гражданского оборота, опосредованных ценными бумагами? Обсудите эту проблему в группе.

2. Применяется ли одинаковое понятие «ценная бумага» во всех странах? Чем вызваны и в чем состоят различия в трактовке данного понятия в разных странах²⁰? Как решается эта проблема на практике? Подготовьте ответы, приведите примеры и обсудите в группе.

²⁰ См.: *Пенцов Д.А.* Понятие «security» и правовое регулирование фондового рынка США. СПб.: Юридический центр Пресс, 2003. 302 с.

2. ЭМИССИОННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ИХ РЫНКИ

Изучение данной главы позволит студенту:

знать

- сущность и классификационные характеристики акций;
- основные детерминанты и тенденции российских рынков акций и облигаций;

уметь

- формулировать понятия акций, в том числе обыкновенных и привилегированных, конвертируемых, кумулятивных, дробных, размещенных, объявленных;
- формулировать понятия облигаций, в том числе биржевых, инфраструктурных и ипотечных;
- различать дисконтные и купонные облигации;
- понимать сущность обеспеченных, конвертируемых и отзывных облигаций;

владеть

- приемами анализа рынков акций и облигаций на национальном (становом) уровне;
- информацией об источниках права, регламентирующих выпуск и обращение эмиссионных ценных бумаг.

2.1. Акции

Акция является краеугольным камнем института корпорации. Ее юридическая конструкция согласована с другими частями корпоративного права, так что вместе они создают надежную основу для того, чтобы в экономике

возникали и функционировали компании, в том числе самых крупных размеров. В экономической теории на этот счет утверждается, что *акции и корпоративная форма предприятий позволяют самим предприятиям достигать оптимального размера*, а экономике расти гораздо более быстрыми темпами, чем это было до появления акций²¹.

Обращаясь к экономической истории, можно увидеть, что, действительно, либерализация корпоративного законодательства, узаконение учредительства в XIX веке сначала в Англии, а затем в ряде других стран стали важнейшей составной частью *финансовой революции*, которая вместе с промышленной революцией дали старт ускорению среднегодовых темпов экономического роста в мире²² благодаря открывшейся возможности привлечения предпринимателями внешнего капитала, новой, более эффективной конфигурации распределения капитала и риска повышению производительности.

Пристальное изучение феномена акции позволяет утверждать, что *акция — это институт, который основан на отношениях агентов, согласившихся взять на себя и разделить с другими акционерами компании деловые риски, а также бремя, возникающее в связи с издержками делегирования функции управления*. В этом заключается *сущность акций*.

²¹ См.: Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature. 1997. № 35. P. 688–726. Более развернуто об эволюции акции и корпоративной формы бизнеса см. в работе: Криничанский К.В. Эволюция ассоциированных форм предприятий и генезис института акции // Вопросы экономики. 2008. № 11. С. 121–135.

²² Одним из первых термин финансовая революция и подобный взгляд на теорию институтов сформулировал Дж. Хикс. См.: Hicks J. A Theory of Economic History. Clarendon Press, Oxford, 1969. 181 p.

Обратимся к определению, содержащемуся в законе²³. В соответствии с ним

АКЦИЯ — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца — акционера на:

- участие в управлении акционерным обществом;
 - получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов;
 - получение части имущества акционерного общества, остающегося после его ликвидации.
-

Эмиссия эмиссионных ценных бумаг подчинена некоторому заданному законом порядку (процедуре). Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг», процедура эмиссии, если иное не предусмотрено заранее определенными исключениями, включает в себя следующие этапы:

- 1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг;
- 2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
- 3) государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера;
- 4) размещение эмиссионных ценных бумаг;
- 5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Эмиссия акций осуществляется промышленными, торговыми и финансовыми корпорациями. При этом

²³ Ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

организация акционерного общества может быть осуществлена в одной из двух форм — в форме публичного или непубличного общества.

Согласно ст. 2 российского закона «О рынке ценных бумаг» и ст. 25 закона «Об акционерных обществах» акции являются именованными ценными бумагами. Эта норма характерна для законодательств практически всех стран. Она, по сути, означает обязательность персонализации функций акционера не только как инвестора, претендующего на денежные выгоды, вытекающие из владения акцией, но и как субъекта принятия важнейших для компании решений.

В России и других странах акции выпускаются и обращаются исключительно в бездокументарной форме. Фиксация права собственности акционера на определенное число акций данной компании осуществляется с помощью соответствующей записи в реестре акционеров. Так как требование ликвидности вторичного рынка конфликтует с длительностью проведения процедуры смены собственника через реестр, который ведется реестродержателем, возникла практика регистрации ценных бумаг на имя *номинального держателя*, в качестве которого может выступать депозитарий, а также финансовый посредник, имеющий лицензию на осуществление брокерской деятельности²⁴. В обоих случаях владелец ценной бумаги будет при этом устанавливаться не на основании записи в реестре владельцев ценных бумаг, а на основании записи по счету депо такого владельца в депозитарии. В любом случае сделки с акциями (купля-продажа, залог и пр.) отражаются в виде изменений в регистрах (лицевых счетах), ответственность за ведение которых лежит на регистраторе, и (или) изменений на счетах депо, находящихся в ведении депозитария.

²⁴ См. также гл. 5 настоящего учебника.

Введенные недавно новации в акционерное законодательство определили норму, согласно которой акции непубличного общества могут быть выпущены в виде *цифровых финансовых активов*²⁵.

Акции называют долевыми ценными бумагами. Это согласуется с ключевыми принципами образования, управления и функционирования корпораций. Самый явный из них — долевое формирование уставного капитала с пропорциональным вкладу участников надделением их числом голосов, учитываемых при голосовании по вопросам повестки общего собрания акционеров, так же как и правами на получение дивидендов. Формируя уставный капитал, акции получают свою *номинальную стоимость*.

Назовем некоторые другие важнейшие принципы образования, управления и функционирования корпораций. Среди них:

– действующие одновременно (1) безотзывность вложенного в фирму при покупке акций капитала, невозможность возврата инвестированных в акции средств путем предъявления требования к эмитенту — акционерному обществу и (2) право акционера выйти из капитала общества (вернуть инвестированный капитал) путем продажи акций другому лицу;

– принцип ограниченной ответственности: акционеры отвечают по обязательствам общества только в пределах вложенной в его акции суммы, одновременно и общество не несет ответственности по обязательствам акционеров;

²⁵ С учетом особенностей и условий, определенных Федеральным законом от 31.07.2020 г. № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

– принцип субординации требований по акциям в случае ликвидации компании: требования по акциям подлежат удовлетворению в последнюю очередь, после выплаты долговых обязательств.

Важен также принцип согласования интересов акционеров и корпорации. Однако ему может противостоять следующий из практики принцип *отделения функций собственности и управления* — согласно которому управление (функции исполнительного органа корпорации) концентрируется в руках наемных менеджеров, которые, во-первых, могут вовсе не быть акционерами данного акционерного общества или иметь лишь малую долю в его уставном капитале, во-вторых, следуют в своем поведении своим собственным интересам. Последнее определяет потенциальный конфликт интересов акционеров и менеджеров, рассматриваемый в литературе как проблема принципала и агента (*principal-agent problem*)²⁶.

Некоторые из вышеизложенных принципов определяют также то, что акция является бессрочной ценной бумагой, хотя встречаются и некоторые исключения из этого общего правила.

Выпуск акций и исполнение прав по ним подлежат детальной регламентации. Ключевые каноны законодательства об акциях и акционерных обществах, а также нормы, содержащиеся в кодексах корпоративного управления²⁷, отталкиваются от такой максимы, как строгое соблюдение прав акционеров, включая миноритарных

²⁶ См. *Jensen M.C., Meckling W.H.* Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3(4). P. 305–360.

²⁷ См.: Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06–52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

(то есть имеющих малые доли в уставном капитале²⁸), и защита их интересов.

Акция, акционерные общества и фондовые рынки рассматриваются как институты, обеспечивающие

– *объединение рисков*, так как создаваемые корпорации позволяют за счет привлечения крупных капиталов реализовывать самые различные проекты, каждый из которых связан с определенными характеристиками риска;

– *разделение рисков*, так как отдельно рассматриваемый сберегатель, став участником нескольких компаний, получает возможность достичь определенной диверсификации и может инвестировать сразу в несколько корпораций, разделяя и одновременно распределяя свои риски между разными компаниями, секторами и технологиями;

– *аллокацию капиталов и рисков*, так как ценообразование и оборот на рынках акций приводит к концентрации ресурсов в определенных секторах и технологиях.

В зависимости от объема и порядка получаемых прав акции распадаются на две категории — обыкновенные и привилегированные.

Обыкновенные акции дают право на участие в принятии решений на общем собрании акционеров — высшем органе управления акционерным обществом, то есть являются голосующими. Однако размер дивидендов по ним заранее не определен и ничем не гарантирован, а имущественная доля при ликвидации акционерного общества не установлена.

²⁸ Подходя более формально к определению критериев отнесения акционеров к категории миноритарных, следует указать, что такими акционерами будет та группа акционеров корпорации, которые не могут осуществлять контроль над советом директоров компаний, даже если вместе они владеют большинством акций.

Привилегированные акции обладают иными характеристиками (ст. 32 российского закона «Об акционерных обществах»). К числу основных «привилегий», носителем которых они являются, относятся «особые» права на получение дивидендов — прежде всего, приоритетность выплат дивидендов по привилегированным акциям в сравнении с выплатами по обыкновенным, а также зафиксированный в уставе размер дивидендов, и, кроме того, приоритет при получении доли ликвидационной массы в случае ликвидации компании²⁹. Все это определяет то, что как в правило, размещение привилегированных акций создает более высокие требования к активам и прибыли компании в сравнении с обыкновенными акциями.

Привилегированные акции часто называют *гибридными ценными бумагами*, поскольку они, являясь акциями и формируя в силу этого часть акционерного (собственного) капитала компании, одновременно обладают характеристиками долговых ценных бумаг, поскольку обещают фиксированный доход на инвестиции.

В российском праве номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% от уставного капитала акционерного общества.

²⁹ П. 2 ст. 32 Федерального закона «Об акционерных обществах» гласит: «Размер дивиденда и ликвидационная стоимость определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными также, если уставом общества установлен порядок их определения или минимальный размер дивиденда, в том числе в процентах от чистой прибыли общества. Размер дивиденда не считается определенным в случае, если в уставе общества указан только его максимальный размер. Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивидендов наравне и в равном размере с владельцами обыкновенных акций».