

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации  
Байкальский государственный университет

Н. А. Звягинцева, А. А. Тимофеева

## **РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

Учебное пособие

Иркутск  
Издательский дом БГУ  
2022

УДК 336.763(075.8)

ББК 65.264я7

З-45

Издается по решению редакционно-издательского совета  
Байкальского государственного университета

*Рецензенты*

кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и финансовых  
институтов Байкальского государственного университета, доц. М. Е. Горчакова  
советник генерального директора по экономическим вопросам  
ООО «Иркутская нефтяная компания» А. Н. Бадилин

**Звягинцева, Н. А.**

З-45 Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / Н. А. Звягинцева, А. А. Тимо-  
феева. — Иркутск : Изд. дом БГУ, 2022. — 124 с.

ISBN 978-5-7253-3099-1.

Исследуются основы функционирования рынка ценных бумаг, определяется его место в структуре финансового рынка. Представлена обширная институциональная характеристика российского фондового рынка, изучен вопрос эволюции видов ценных бумаг на российском фондовом рынке. Выделены подходы к определению понятия «ценная бумага» и рассмотрены виды финансовых инструментов российского рынка ценных бумаг, включая их свойства и классификацию.

Для студентов экономических вузов, аспирантов, а также специалистов инвестиционных компаний.

УДК 336.763(075.8)

ББК 65.264я7

ISBN 978-5-7253-3099-1

© Звягинцева Н. А. (разд. 1), 2022

© Тимофеева А. А. (разд. 2), 2022

© ФГБОУ ВО «БГУ», 2022

## **ОГЛАВЛЕНИЕ**

ВВЕДЕНИЕ .....	4
1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ: ПОНЯТИЕ, ФУНКЦИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ, СТРУКТУРА.....	5
1.1. Понятие и особенности рынка ценных бумаг .....	5
1.2. Место рынка ценных бумаг в финансовой системе .....	8
1.3. Цель и функциональные особенности рынка ценных бумаг.....	14
1.4. Виды рынков ценных бумаг .....	21
1.5. Субъектно-объектный состав рынка ценных бумаг. Участники рынка ценных бумаг .....	25
1.5.1. Эмитенты .....	26
1.5.2. Инвесторы.....	28
1.5.3. Профессионалы рынка ценных бумаг.....	40
1.5.4. Регулирующие органы и организации .....	62
2. ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ПОНЯТИЕ, ВИДЫ И КЛАССИФИКАЦИЯ .....	68
2.1. Понятие ценной бумаги: экономический и правовой подходы .....	68
2.2. Эволюция видов ценных бумаг на российском фондовом рынке .....	77
2.3. Характеристика современных видов ценных бумаг.....	84
2.4. Свойства ценных бумаг .....	109
2.5. Классификация ценных бумаг .....	113
СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ .....	123

## ВВЕДЕНИЕ

Эффективное функционирование рыночной экономики невозможно без финансового рынка, частью которого является рынок ценных бумаг. Данный сегмент финансового рынка с сопутствующей ему системой инфраструктурных организаций и фондовых инструментов представляет собой сферу, в которой источники экономического роста концентрируются и перераспределяются при активном использовании рыночных принципов. В этой связи рынок ценных бумаг, как механизм формирования инвестиционных потоков, приобретает важнейшее значение для поступательного развития экономики Российской Федерации. Рост объемов операций на российском фондовом рынке и вовлечение новых слоев инвесторов требуют обобщения отечественного опыта, выявления специфики и системного изложения теоретических и практических вопросов, касающихся основ организации рынка, взаимодействия его участников, эволюции, обращающихся на нем финансовых инструментов, и характеристики современных видов ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг есть динамическое явление, протекающие на нем процессы постоянно видоизменяются и эволюционируют, отражая прикладные потребности экономической системы. При этом объективно важно, чтобы механизм фондового рынка функционировал эффективно. Для выполнения данного условия необходим высокопрофессиональный кадровый потенциал. Актуальным становится и своевременное обновление учебной литературы. Авторы данного учебного пособия предприняли попытку сформировать современное, обобщенное и логически увязанное представление о фондовом рынке, его участниках и инструментах.

Учебное пособие состоит из двух частей. В первой части рассматриваются вопросы, посвященные понятию, функциональным особенностям и структуре рынка ценных бумаг. Определено место рынка ценных бумаг в финансовой системе государства, подчеркнута его видовое разнообразие. Значительное внимание уделяется субъектному составу рынка ценных бумаг, в связи с чем рассмотрены ключевые характеристики таких групп участников, как эмитенты, инвесторы, профессионалы рынка, а также регулирующие органы и организации.

Во второй части учебного пособия представлен материал об основных финансовых инструментах российского рынка ценных бумаг, включая характеристику относительно новых для российской практики ценных бумаг — клирингового сертификата участия и цифрового свидетельства. Авторами уделено внимание вопросам эволюции видов ценных бумаг российского рынка, а также обозначены подходы к определению самого понятия «ценная бумага». Здесь же изучены свойства и проведена классификация ценных бумаг.

Учебное пособие может быть использовано студентами при самостоятельном изучении отдельных тем или вопросов дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Ценные бумаги» и «Инфраструктура рынка ценных бумаг».

# 1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ: ПОНЯТИЕ, ФУНКЦИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ, СТРУКТУРА

## 1.1. Понятие и особенности рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг выступает неотъемлемой частью финансовой системы государства и играет значимую роль в обеспечении эффективного перераспределения инвестиционных ресурсов в экономических системах.

В основу рыночных отношений встроен механизм саморегуляции. Рынок ценных бумаг, как элемент экономической системы, основанной на рыночных отношениях, также способен выступать саморегулятором ряда протекающих в его рамках процессов. В первую очередь процессов трансформации сбережений экономических агентов в инвестиции. На рынке ценных бумаг осуществляется миграция капитала путем перетока от субъектов, имеющих в данный момент времени его излишек к экономическим агентам, нуждающимся в инвестиционных ресурсах. Внутренняя суть подобного движения, обусловленная встроенной в механизм рынка ценных бумаг саморегуляцией, подразумевает следующую логику: увеличение спроса на некоторую продукцию (товары, услуги) имеет следствием рост цен, а их производители максимизируют прибыль. Подобные сегменты экономической системы становятся инвестиционно привлекательны, что провоцирует переток свободных капиталов (сбережений) в данные сегменты. В свою очередь, те сегменты экономической системы, чья продукция не пользуется спросом, а рентабельность бизнеса снижается, не служат объектами для потенциальных вложений.

Именно поэтому базисом в комбинированном понятии «рынок ценных бумаг» будет выступать экономическая интерпретация термина «рынок». Так, одни авторы говорят о рынке как о месте (районе, участке), пакете соглашений, группе лиц, другие используют слово «механизм» или «институт». Последнее представляется более близким отражением экономической реальности. Таким образом, те экономисты, которые придерживаются подобной точки зрения, говорят о **рынке как механизме, посредством которого покупатели и продавцы взаимодействуют для установления цен и количества товаров и услуг**<sup>1</sup>.

Таким образом, рынок как общеэкономическая категория, опосредует функционирование экономической системы, в основе которого лежат объективные экономические законы (основным из них является закон спроса и предложения). Обращаясь к рынку ценных бумаг, отмечаем, что в качестве торгуемого актива, на который будут определяться спрос и предложение, выступают финансовые инструменты, в первую очередь ценные бумаги.

В экономической теории существует множество дефиниций понятия «рынок ценных бумаг». Говоря о **рынке ценных бумаг**, обычно указывают,

---

<sup>1</sup> Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. С. 10.

что это совокупность экономических отношений его участников по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.

В целом понятие рынка ценных бумаг не отличается от определения рынка любого другого товара, например рынка зерна или рынка нефти.

С точки зрения законов товарных отношений очевидно, что рынок ценных бумаг аналогичен рынку любого другого актива, поскольку ценная бумага — это тоже торгуемый актив. Однако рынок ценных бумаг имеет ряд особенностей, связанных со спецификой самих ценных бумаг.

Для более детального изучения сущности рынка ценных бумаг с позиции особенности торгуемых на нем активов, проведем его сравнение с рынками товаров, работ и услуг по ряду критериев.

Первый критерий: объект сделок и объем рынка. Объектами торговли на рынке ценных бумаг выступают финансовые инструменты (в том числе ценные бумаги), на рынке товаров, работ, услуг — соответственно материальные товары, производимые работы, оказываемые услуги.

С позиций стоимостного объема торгуемых активов, рынок ценных бумаг значительно превышает рынок товаров, работ, услуг. Кроме того, благодаря мультипликативным эффектам, объем рынка ценных бумаг потенциально не имеет предела.

Проводя параллели с категориями базиса и надстройки, характеризующими структуру общественных отношений, следует вспомнить следующее: «совокупность производственных отношений составляет экономическую структуру общества, реальный базис, на котором возвышается надстройка, которой соответствуют определенные формы общественного сознания»<sup>2</sup>. Производственные отношения возникают в процессе производства, обмена и распределения материальных благ; они объективны и зависимы от особенностей данных процессов.

Вторым сопоставительным критерием выступает способ образования рынка. Так, товар как материальный объект должен быть произведен или добыт, а услуга — оказана в процессе трудовой деятельности человека. Товар проходит стадии производства (добычи), реализации, поступая в сферу обращения. Ценная бумага, в отличие от товара, сразу выпускается в обращение. Данный акт сопровождается совершением записи по счету владельца ценной бумаги в специализированном учетном институте рынка ценных бумаг. Либо (в современных условиях достаточно редко) печатью бланка ценной бумаги, если ценная бумага выпускается в обращение в документарной форме.

Третий сопоставительный критерий касается оценки значимости процесса обращения. Производство материального товара имеет своей конечной целью его использование в процессе производства (производительное потреб-

---

<sup>2</sup> Маркс К. Сочинения. Т. 13. М.: Изд-во Институт Марксизма-Ленинизма При ЦК КПСС, 1959. С. 6–7.

ление) либо личное потребление. То же самое мы можем наблюдать при оказании услуг: услуга оказана и получена (потреблена) конечным получателем искомой услуги. То есть по сути процесс обращения опосредует доставку товара от производителя к конечному потребителю. И чем быстрее произойдет подобная доставка, тем результативнее будет функционирование экономической системы в целом: число стадий обращения товара ограничено, и чем их меньше, тем лучше.

Ценная бумага, поступая в результате выпуска сразу в сферу обращения, существует только в процессе обращения. При этом число актов перехода ее от одного владельца к другому потенциально ничем не ограничено и стремится к бесконечности. Скорость, с которой ценная бумага «меняет» своих владельцев (иными словами, обращается), является одним из ключевых показателей ее качества. То есть чем больше владельцев сменилось у ценной бумаги за время ее нахождения в сфере обращения, тем лучше. Выход ценной бумаги из процесса обращения означает прекращение ее существования.

Четвертый сопоставительный критерий отражает разную значимость рынков товаров, работ, услуг и рынка ценных бумаг. Поскольку материальное товарное производство (базис) есть основа человеческого существования, постольку рынок материальных товаров первичен по отношению к финансовой сфере и, в частности, к рынку ценных бумаг. Иными словами, несколько утрируя, человечество способно прожить без ценных бумаг (хотя для современного уровня развития экономических систем это уже трудно представить), но не может существовать без продуктов питания, одежды, жилья и пр., т. е. всего того, что дает материальное производство.

Таким образом, уточнив экономическую сущность искомого понятия, будем определять рынок ценных бумаг как часть финансового рынка, где осуществляется привлечение и перераспределение капитала за счет выпуска и обращения специфического «товара» — ценных бумаг.

Следует подчеркнуть, что рынок ценных бумаг имеет черты сходства с валютным рынком, рынком банковских продуктов по критериям «способ образования рынка» и «значимость процесса обращения» (тем не менее, отличаясь от них по критерию «объект сделок»: для рынка банковских продуктов в качестве объекта выступают кредиты и депозиты, на валютном рынке — иностранная валюта). Наличие подобного сходства позволяет ценным бумагам выполнять функции платежно-расчетных средств (например, векселя, чеки), либо выступать формой заключения договора банковского вклада (депозита) (депозитные/сберегательные сертификаты) т. д.

### **Вопросы и задания для самопроверки**

1. Дайте определение понятия «рынок».
2. Дайте определение понятия «рынок ценных бумаг».

3. Провести сравнение рынка ценных бумаг и рынка товаров, работ и услуг по критерию «объект сделок / объем рынка».

4. Провести сравнение рынка ценных бумаг и рынка товаров, работ и услуг по критерию «способ образования рынка».

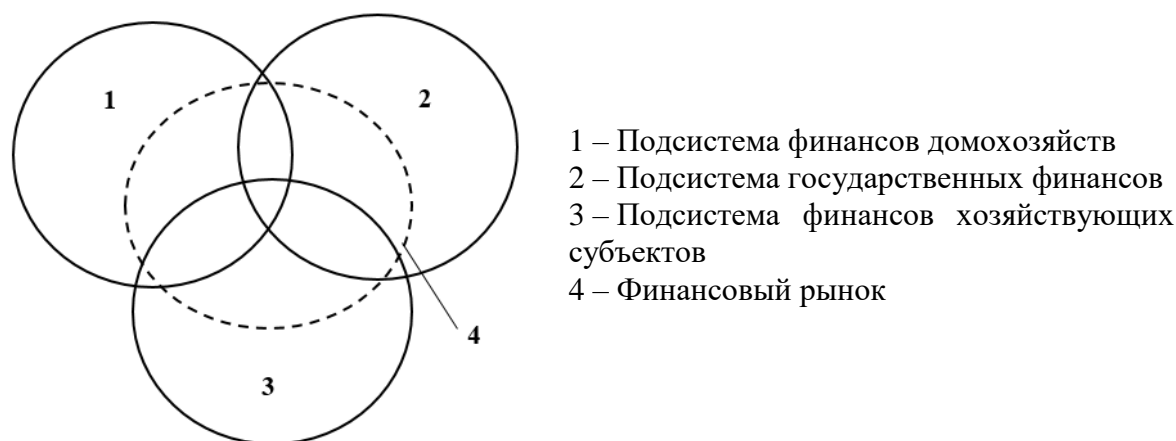
5. Провести сравнение рынка ценных бумаг и рынка товаров, работ и услуг по критерию «оценка значимости процесса обращения».

6. Провести сравнение рынка ценных бумаг и рынка товаров, работ и услуг по критерию «значимость рынков».

## 1.2. Место рынка ценных бумаг в финансовой системе

Итак, рынок ценных бумаг является частью финансовой системы государства. Уточним место финансового рынка в структуре финансовой системы.

Конкретизируя структуру финансовой системы и определяя ее как совокупность взаимосвязанных сфер финансовых отношений, каждая из которых характеризуется особенностями в формировании и использовании фондов денежных средств, представляется необходимым подчеркнуть существование подсистем государственных финансов, финансов хозяйствующих субъектов, финансов домохозяйств (физических лиц), одной из сторон взаимодействия которых является движение финансовых активов посредством механизма финансового рынка (рис. 1). Все данные сферы находятся в тесных взаимосвязях, регулируемых законодательством и характеризуются разнонаправленным перемещением денежных потоков<sup>3</sup>.

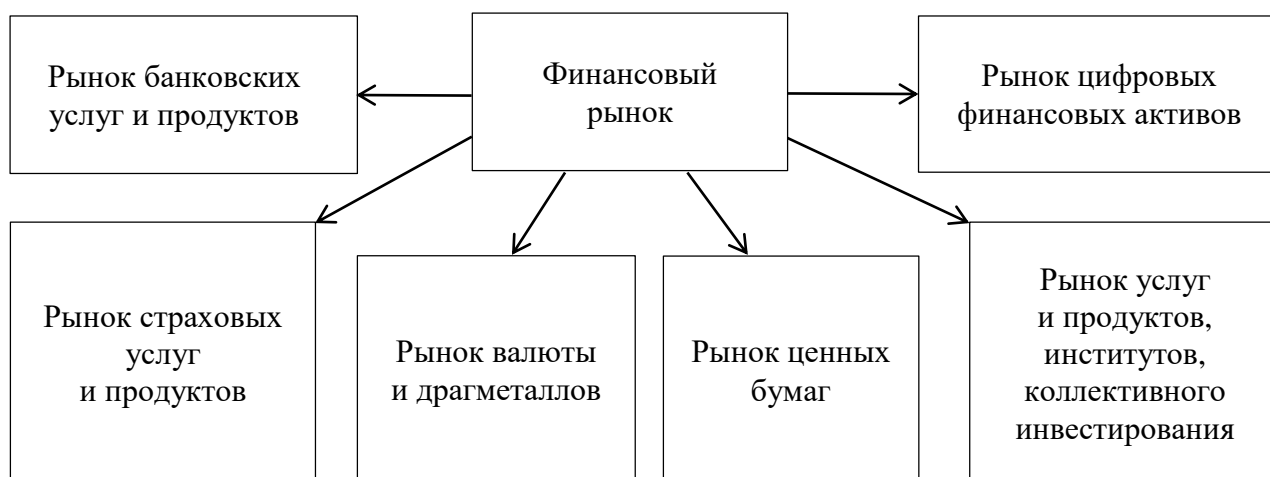


**Рис. 1. Структура финансовой системы**

Таким образом, финансовый рынок также является частью финансовой системы, опосредующей взаимодействие ее подсистем. В свою очередь, финансовый рынок представляет собой систему отдельных самостоятельных сегментов, в каждом из которых выделяются рынки конкретных видов финансовых активов и услуг (рис. 2 и 3).

<sup>3</sup> Романовский М. В. Факторы обеспечения устойчивости национальной финансовой системы // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2012. № 3. С. 15–26.





**Рис. 2. Сегменты финансового рынка**

Рис. 3 позволяет также визуализировать спектр финансовых операций, обеспечивающих формирование доходов и накоплений одних экономических агентов и расходование средств других. Данный процесс не что иное, как распределение денежных средств, имманентно присущее экономической категории «финансы». По нашему мнению, финансы могут рассматриваться как совокупность денежных распределительных отношений, в результате которых у экономических агентов формируются и используются доходы и сбережения как источник инвестиций в целях достижения экономического роста.

Трактовки термина «финансовый рынок» достаточно многообразны. Некоторые из них приведены в табл. 1. Как можно заметить, в определении понятия «финансовый рынок» в одних случаях основное внимание уделяется объекту, по поводу которого возникают рыночные отношения, в других — достаточно точно характеризуется только субъектный состав финансового рынка. Однако их объединяет тот факт, что в качестве неотъемлемой составляющей финансового рынка выступает рынок ценных бумаг, представленный как денежным рынком, так и рынком капиталов.

Таблица 1

**Некоторые варианты определения понятия «финансовый рынок»**

Источник	Трактовка
Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азриляна. – Москва : Ин-т новой экономики, 1997. – 864 с.	Финансовый рынок есть рынок кратко-, средне- и долгосрочных кредитов, инвестиций, ценных бумаг и т. п.
Первозванский А. А. Финансовый рынок: расчет и риск / А. А. Первозванский, Т. Н. Первозванская. — Москва : ИНФРА-М, 1994. — 192 с.	Финансовый рынок — это рынок, где товарами являются сами деньги и ценные (денежные) бумаги
Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. – Москва : Перспектива, 1995. — 550 с.	Финансовый рынок есть совокупность денежного рынка и рынка капиталов

Источник	Трактовка
Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С. Финансы предприятий / А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфулин. — Москва : ИНФРА-М, 1998. — 343 с.	Финансовым рынком является рынок финансовых активов, таких как золото, драгоценные металлы, национальная валюта, иностранная валюта, ссудный капитал, ценные бумаги
Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Эдвин Дж. Долан, Колин Д. Кэмпбелл, Розмари Дж. Кэмпбелл ; под общ. ред. В. Лукашевича. — Санкт-Петербург, 1994. — 496 с.	Финансовый рынок рассматривается как совокупность «каналов», перераспределяющих поток денежных средств от собственников сбережений к заемщикам
Ценные бумаги : учебник для вузов / под ред. В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. — 2-е изд., перераб. и доп. — Москва : Финансы и статистика, 2003. — 445 с.	Финансовый рынок — это совокупность всех денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, т. е. распределении и перераспределении, под влиянием меняющегося соотношения спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики
Экономика / под ред. А. С. Булатова. — Москва : Юристъ, 2002. — 896 с.	Финансовый рынок — механизм перераспределения капиталов между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения на капитал
Финансы и кредит / под ред. М. В. Романовского, Г. Н. Белоглазовой. — Москва : Высшее образование, 2007. — 609 с.	Финансовый рынок — определенное институциональное и функциональное устройство, обеспечивающее трансформацию сбережений в инвестиции и выбор направлений их наиболее эффективного использования в экономике

На наш взгляд, наиболее функционально полным представляется определение М. В. Романовского, Г. Н. Белоглазовой, А. И. Вострокнутовой, поскольку именно в нем акцентируется внимание на роли финансового рынка как устройства, трансформирующего сбережения в инвестиции, что является одним из факторов экономического роста.

Таким образом, рынок ценных бумаг является механизмом трансформации сбережений в инвестиции и выступает составляющей частью финансового рынка, вписанного, в свою очередь, в финансовую систему.

В соответствии с ключевыми принципами рыночных отношений основополагающей целью экономических агентов в рамках рыночной экономики является получение прибыли. В связи с чем любая деятельность должна быть сферой приумножения капитала, и с этой позиции любой рынок есть одновременно и рынок для вложения капиталов.

Денежные средства могут быть вложены в производственную сферу, а также в различные объекты: недвижимость, драгоценные металлы и пр. По истечении определенного промежутка времени изначально вложенные средства могут получить приращение (принести прибыль) в том случае, если направления инвестирования выбраны обоснованно и конъюнктура соответствующего сегмента рыночной экономики благоприятна.

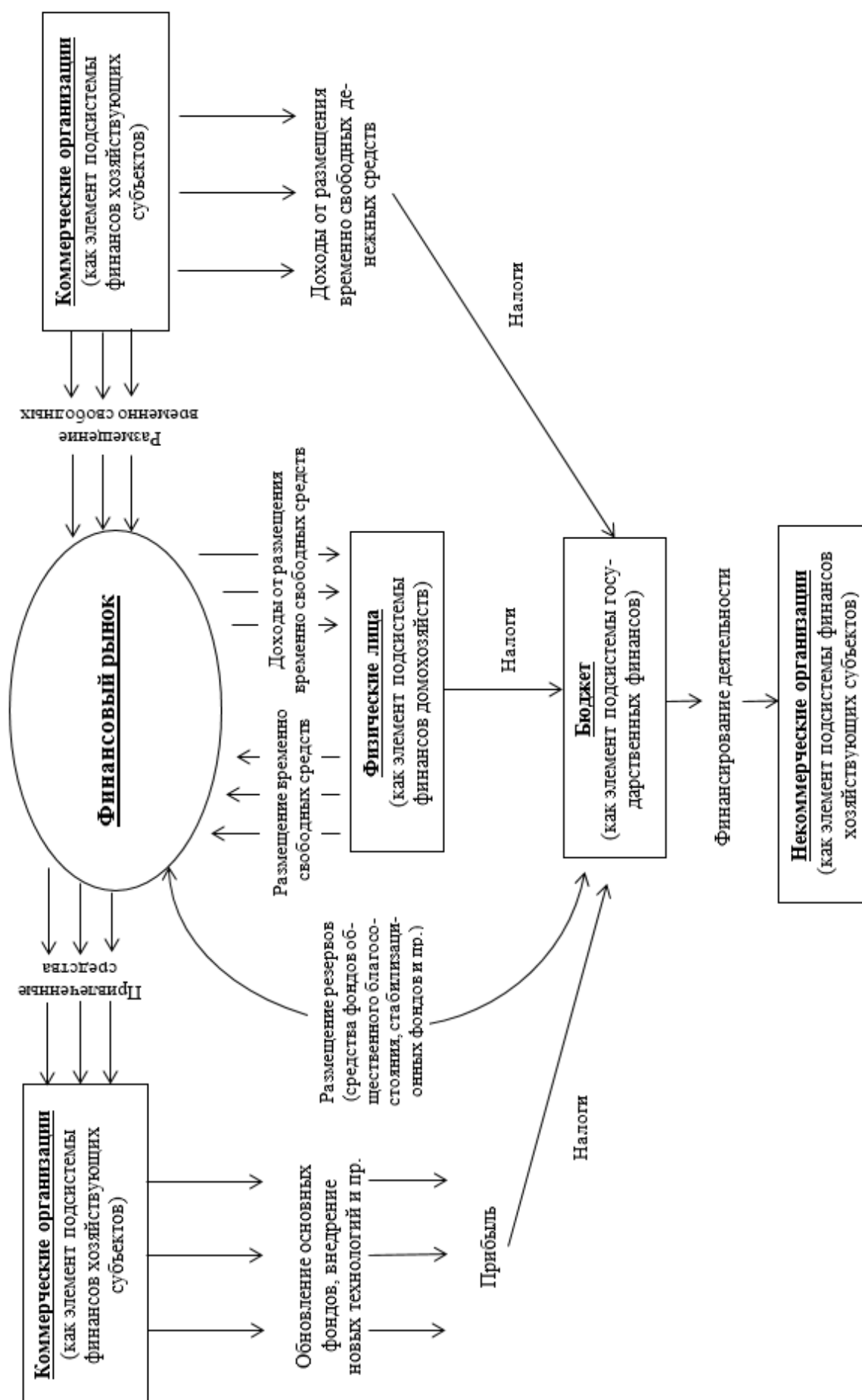


Рис. 3. Состав финансовой системы и финансовые операции (условный пример)

Свободные финансовые ресурсы для подобных вложений, способных принести прибыль, формируются в том числе в рамках финансовой сферы, а именно на различных сегментах финансового рынка (рынок ценных бумаг, рынок банковских продуктов, валютный рынок, рынок продуктов коллективного инвестирования и пр.).

Таким образом, дифференцируем рынки на те, с помощью механизмов которых можно только вкладывать свободные финансовые ресурсы (так называемые первичные рынки), и финансовый рынок, где подобные свободные финансовые ресурсы накапливаются, концентрируются и вкладываются в конечном счете в первичные рынки.

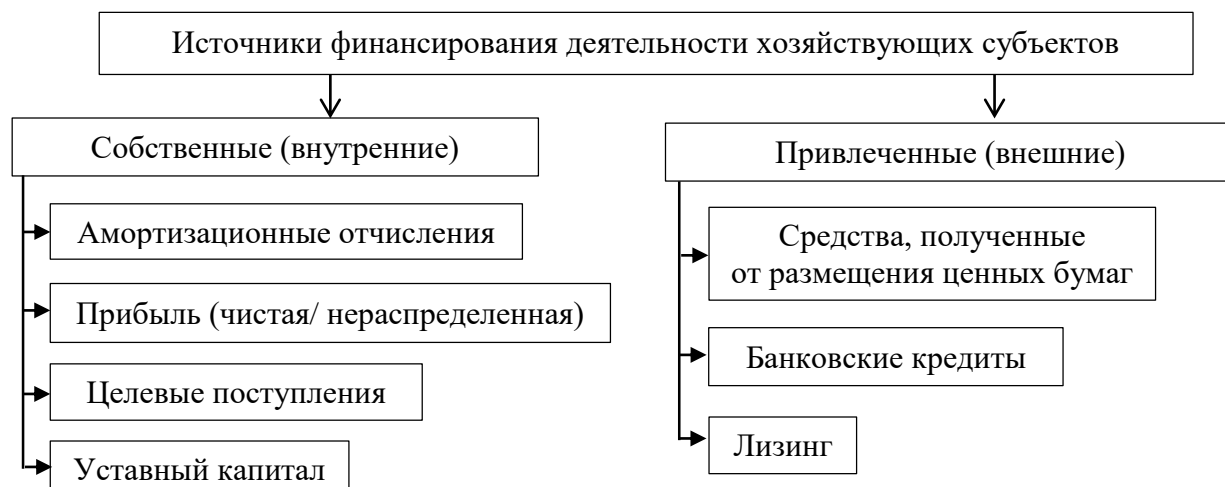
Следует подчеркнуть, что финансовый рынок, включающий ряд сегментов, в числе которых и рынок ценных бумаг, выступает посредником между владельцами свободных финансовых ресурсов и их конечными потребителями (лицами, которые нуждаются в инвестициях).

Касательно рынка ценных бумаг отметим, что, в зависимости от происхождения и функционала обращающихся на нем ценных бумаг, сам он также может быть разделен на определенные сегменты. В частности, фондовый рынок как сегмент рынка ценных бумаг включает ценные бумаги, которые способны принести приращение на единицу вложенных средств и используются их владельцами для извлечения дохода от вложения в них временно свободных денежных средств. Фондовый рынок образует большую и самую значимую часть рынка ценных бумаг. Ценные бумаги, выполняющие функции расчетно-платежных средств образуют денежный сегмент рынка ценных бумаг. А ценные бумаги, выступающие титулом товаров, формируют товарный сегмент рынка ценных бумаг (подробнее см. раздел 2.5).

Резюмируем: механизм рынка ценных бумаг позволяет, с одной стороны, привлекать финансовые ресурсы, с другой — вкладывать их.

Привлечение финансовых ресурсов экономическими агентами может осуществляться за счет собственных (внутренних) и внешних (привлеченных) источников финансирования. К собственным финансовым ресурсам принято относить уставный капитал, чистую/нераспределенную прибыль, амортизационные отчисления, целевые поступления (для физических лиц — их собственные денежные накопления и сбережения). Безусловно, первоначально формирование финансовых ресурсов хозяйствующих субъектов происходит за счет собственных средств в момент учреждения предприятия. Однако в силу объективных экономических законов хозяйствующие субъекты не могут долговременно и стабильно развиваться (именно развиваться, подразумевается расширенное воспроизводство) исключительно за счет собственных средств. Так, недостаток собственных финансовых средств является перманентно превалирующим фактором, ограничивающим инвестиционную деятельность российских компаний.

Основными внешними источниками финансирования являются банковские кредиты, средства, полученные от размещения корпоративных ценных бумаг на рынке ценных бумаг (как долговых, так и долевых), лизинг (рис. 4).



**Рис. 4. Источники финансирования деятельности хозяйствующих субъектов**

Размещение временно свободных денежных средств может осуществляться в форме прямого инвестирования, т. е. через вложения в материальную производственную деятельность и сферу сбыта (промышленность разных отраслей, строительство, торговля и пр.). А также в форме вложений в недвижимость, драгоценные металлы, произведения искусства, иностранную валюту, в различные виды ценных бумаг, депозиты в кредитных организациях и т. п. Таким образом, очевидно, что потенциальные объекты инвестирования, обращающиеся на рынке ценных бумаг, есть одни из многих доступных. Соответственно, при выборе объекта вложения временно свободных финансовых ресурсов учитываются их конкурентные преимущества. При этом владельцем сбережений, предполагающий размещать их посредством механизма финансового рынка (в том числе рынка ценных бумаг), будет учитываться ряд факторов — ликвидность, степень риска, доходность потенциального объекта инвестирования, порядок налогообложения, эргономичность инструментария выхода на рынок и пр.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Дайте определение понятия «финансовая система».
2. Дайте определение понятия «финансовый рынок».
3. Какие сегменты включает в себя финансовый рынок?
4. Уточните место рынка ценных бумаг в финансовой системе.
5. В чем суть экономического механизма рынка ценных бумаг?
6. Что включают собственные (внутренние) источники финансирования деятельности хозяйствующих субъектов?

7. Что включают привлеченные (внутренние) источники финансирования деятельности хозяйствующих субъектов?

8. Что включают внешние источники финансирования деятельности хозяйствующих субъектов?

9. Какие факторы учитываются при инвестировании сбережений?

### **1.3. Цель и функциональные особенности рынка ценных бумаг**

С позиций общей теории финансов, предметом изучения финансовой науки являются наиболее рациональные способы формирования и использования ограниченных денежных средств во времени и условиях неопределенности. Финансы как экономическая категория выполняет две имманентные им функции: формирование и использование денежных фондов (финансовых ресурсов)<sup>4</sup>. При этом формирование и использование денежных фондов, как правило, не совпадает во времени, а размеры данных фондов не могут быть точно определены и носят прогнозный характер как для государства, так и для хозяйствующих субъектов и домохозяйств. В связи с чем необходимостью становится применение различных механизмов (в первую очередь, финансового рынка) для выравнивания временных разрывов и формирования взаимоадекватных размеров денежных фондов.

Как мы уже выявили, рынок ценных бумаг как часть финансового рынка выступает посредником (связующим звеном) между экономическими агентами, имеющими сбережения, и экономическими агентами, нуждающимися в инвестициях (рис. 5). Соответственно, его основное целевое назначение заключается в трансформации сбережений в инвестиции для достижения экономического роста. Непосредственное воздействие рынка ценных бумаг на экономический рост находит концентрированное выражение в обеспечении перетока капитала посредством обращения ценных бумаг, который осуществляется под воздействием спроса и предложения на инвестиционные товары и межотраслевой конкуренции<sup>5</sup>.

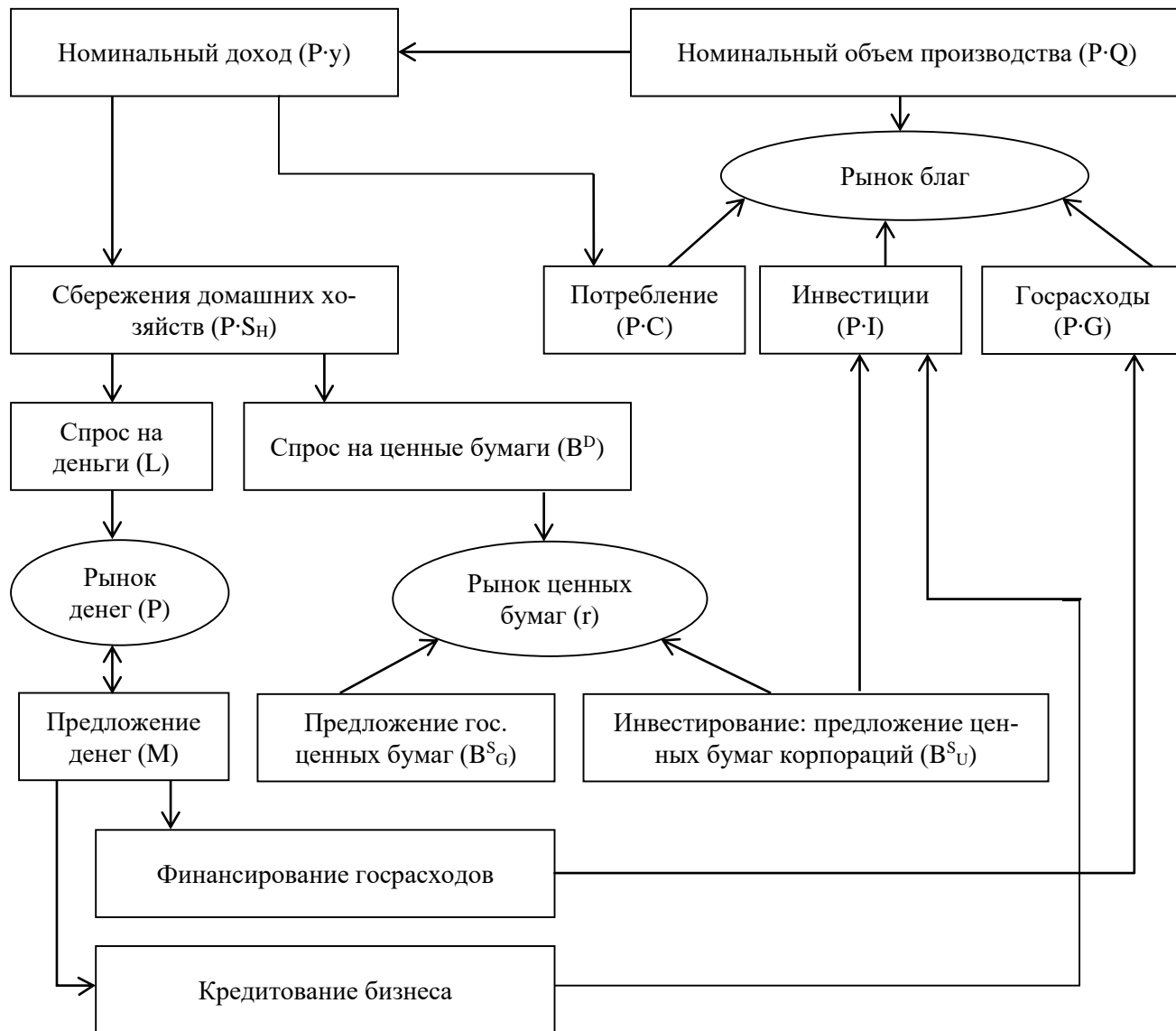
Иными словами, в терминологии рынка ценных бумаг, о назначении рынка ценных бумаг можно сказать как об осуществлении инвестиционного посредничества между участниками рынка путем аккумуляции финансовых ресурсов экономических агентов, имеющих избыток финансовых ресурсов, т. е. инвесторов, и перераспределения их экономическим агентам, испытывающих их недостаток, т. е. эмитентам ценных бумаг. Обеспечивая ускорение оборота капитала, он оказывает влияние на активизацию экономических процессов в экономической системе. Сбалансированное и поступательное развитие рынка ценных бумаг, обеспечивающее рост активного капитала, используемого в производственном процессе, способствует повышению эффективности функцио-

---

<sup>4</sup> Финансы : учебник / под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской, Б. М. Сабанти. М., 2007. С. 20.

<sup>5</sup> Ершов М. В. О фондовом рынке и экономическом росте // Банковское дело. 2008. № 5. С. 48–52.

нирования экономической системы. На современном этапе перспективы роста отечественной экономики непосредственно связаны с привлечением инвестиций в реальный сектор с целью удовлетворения потребностей участников рынка в долгосрочных финансовых ресурсах, наличие которых является неременным условием для финансирования инвестиционных проектов.



**Рис. 5. Рынок ценных бумаг в макроэкономическом механизме\***

\*Составлено по: <http://www.selishchev.com/tcb.html>.

Рынок ценных бумаг, в отличие от банковского сектора финансового рынка, целью которого также является перераспределение финансовых ресурсов, способен придать инвестиционному процессу массовый характер, поскольку подразумевает предоставление потенциально неограниченному числу инвесторов широкого спектра финансовых инструментов. Рынок ценных бумаг обладает важным преимуществом и для компаний-эмитентов, позволяя им увеличить доступность внешнего финансирования за счет более низкой по сравнению с банковским рынком стоимости ресурсов.

Таким образом, **цель функционирования рынка ценных бумаг** состоит в реализации механизма привлечения инвестиций в экономической системе путем профессионального установления необходимых контактов между теми, кто нуждается в средствах, и теми, кто хотел бы вложить избыточные, свободные денежные ресурсы.

Термин «инвестиции» происходит от лат. *invest*, что означает «вкладывать». Данная смысловая нагрузка сохраняется и в настоящее время.

Поскольку единого определения понятия «инвестиции» не существует в силу его многогранности, различные дефиниции данного понятия приведены в табл. 2, что позволит более точно определить его сущность.

Таблица 2

Дефиниции понятия «инвестиции»

Источник	Определение
Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений : федер. закон РФ от 25 дек. 1999 г. № 39-ФЗ (в ред. от 30 дек. 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».	Инвестициями являются денежные средства, ценные бумаги и иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и/или иной деятельности в целях получения прибыли и/или достижения иного полезного эффекта
Маковецкий М. Ю. Инвестиции как ключевой фактор экономического роста // Финансы и кредит. — 2007. — № 2 (242). — С. 8–17.	Инвестиции — это вложения денежных средств в объекты предпринимательской деятельности или в ценные бумаги и прочие активы с целью получения прибыли
Финансово-инвестиционный словарь : Пер. 4-го англ. изд. / Д. Доунс, Д. Э. Гудман. — Москва : ИНФРА-М, 1997. — 585 с.	Инвестиции представляют собой способ использования капитала с дальнейшим сохранением и возрастанием стоимости капитала
Райзберг Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. — 6-е изд., перераб. и доп. — Москва : ИНФРА-М, 2010. — 512 с.	Инвестиции — это использование денежных средств для повышения уровня дохода или для прироста капитала
Европейская методология	Инвестиции — долгосрочные вложения в виде ценных бумаг (однако в строгом смысле это допустимо лишь в целях приобретения участия, отражающего возможность управлять корпорацией, и, следовательно, в этом случае такого типа вложение капитала есть инвестиции)
Американская методология	Инвестиции — долгосрочные, как правило, единовременные вложения в реальные активы, преимущественно в основные фонды, а также в их воспроизводство. Иными словами, вложения в производство, его расширение, техническое оснащение и т. п.



Важно, чтобы рынок ценных бумаг обеспечивал эффективную передачу инвестиций, оформленных в виде тех или иных ценных бумаг, от одного владельца к другому, причем подобная передача должна иметь юридическую силу.

Функционируя в рамках поставленной цели, рынок ценных бумаг выполняет ряд **общерыночных (присущих рынку любого актива) функций** и ряд специфических для рынка ценных бумаг функций.

К общерыночным функциям традиционно относят следующие:

- коммерческая функция, т. е. способность актива, в который вложены сбережения, приносить доход от операций с ним на данном рынке;

- ценообразующая функция, т. е. обеспечение рыночной средой непрерывного процесса формирования цен на финансовые инструменты в соответствии со спросом и предложением со стороны участников рынка, их постоянной динамики с возможностью прогнозирования конъюнктуры рынка в будущем. Механизм ценообразования позволяет оценить деятельность экономических агентов и направить капитал в наиболее эффективные отрасли, что является важным фактором поддержания баланса спроса и предложения на капитал, а также удовлетворения потребности рынка в финансовых ресурсах. Свободная конкуренция между участниками рынка рассматривается как основное средство обеспечения формирования справедливой цены;

- информационная функция, т. е. продуцирование рыночной средой и доведение до участников рынка информации об объектах торговли, ценах, участниках рыночных отношений т. д. При этом подразумевается, что доводимая до потребителя информация является достоверной и не искажена. В противном случае рынок не сможет полноценно реализовать ценообразующую функцию. Именно поэтому на современных финансовых рынках особое внимание уделяется вопросам противодействия использованию инсайдерской информации<sup>6</sup> и манипулированию ценами;

- регулирующая функция, т. е. формирование рыночной средой в лице участников рынка определенных правил торговли и возможности участия в ней, третейской системы разрешения споров, приоритетов дальнейшего развития рынка и пр.

К **специфическим функциям рынка ценных бумаг** можно отнести следующие:

- функция перераспределения финансовых ресурсов;
- функция хеджирования рисков (в первую очередь, ценовых);
- спекулятивная функция.

---

<sup>6</sup> Инсайдерская информация, в соответствии со ст. 2 ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ (ред. от 2 июля 2021), — это точная и конкретная информация, которая не была распространена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну) и распространение которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и прочих активов, обращающихся на рынке.

Рынок ценных бумаг, являясь частью финансового рынка, в основе которого имманентно заложен механизм перетока денежных капиталов, имеет две основные специфические функции: перераспределение финансовых ресурсов от владельцев пассивного капитала к владельцам активного капитала<sup>7</sup> и страхования рисков изменения цен путем заключения сделок на срочном сегменте финансового рынка.

**Функция перераспределения финансовых ресурсов** реализуется через выпуск в обращение и оборота в сфере обращения ценных бумаг.

Суть данной функция заключается в аккумуляции временно свободных финансовых ресурсов и их последующем эффективном распределении между участниками инвестиционного процесса. Рынок ценных бумаг выступает удобной площадкой для перераспределения капиталов, формируя благоприятные условия для инвестиций. Обеспечивая мобилизацию, распределение и использование свободных финансовых ресурсов, рынок стимулирует ускорение их оборота, что позволяет генерировать дополнительную прибыль и прирост национального дохода.

Перераспределительная функция условно может быть разбита на три подфункции:

- эндогенное и экзогенное перераспределение финансовых ресурсов между экономическими агентами в рамках различных отраслей экономической системы;
- трансформация сбережений физических лиц в инвестиции (т. е., по сути, перевод финансовых ресурсов из непроизводительной формы в производительную);
- финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т. е. без эмиссии дополнительных денежных средств.

На современном этапе развития рынка ценных бумаг в России существенное значение имеет эффективность выполнения рынком ценных бумаг своей перераспределительной функции. В частности, речь идет о переводе сбережений населения в реальный сектор экономики, в том числе через использование внутренних механизмов инвестирования фондового рынка, в целях замены физически и морально устаревшего фонда основных средств, внедрения новых технологий и пр. Свободные средства физических лиц представляют достаточно большой объем и до последнего времени мало инвестировались в покупку активов на рынке ценных бумаг. Таким образом, сбережения не направляются в производственный процесс и не обеспечивают расширенное воспроизводство. С другой стороны, сбережения населения могут аккумулироваться на банковских вкладах и счетах, и *кредитная организация*, осуществляя кредитование, распределяет их между участниками экономической системы. Но в общем случае цена этих ресурсов для получателя (производственный сек-

---

<sup>7</sup> Пассивный капитал — это средства, не используемые для производства товаров, выполнения работ и оказания услуг в экономической системе. Активный капитал — средства, используемые в процессе производства товаров, работ, услуг.

тор) становится выше, чем при эмиссии ценных бумаг. При этом и доход владельца вклада (депозита), по сравнению с владельцем ценных бумаг, при условии, что это грамотный инвестор, в целом будет меньше. Таким образом, реализация перераспределительной функции влечет увеличение потенциала роста национальной экономики.

**Функция хеджирования рисков.** Общеизвестно, что любое инвестиционное решение подразумевает компромисс между риском и доходностью от вложения финансовых ресурсов в какой-либо актив на финансовом рынке. Хеджирование представляет собой способ, позволяющий управлять риском неблагоприятного изменения цены в будущем. Процесс управления рисками находит отражение в создании и использовании механизмов минимизации рисков продавцов и покупателей финансовых инструментов. Участникам рынка предоставлена возможность использовать разные инструменты для хеджирования рисков при осуществлении сделок, связанных с изменением стоимости используемых финансовых инструментов. Благодаря реализации данной функции риски распределяются между участниками рынка ценных бумаг и финансовая неопределенность сокращается.

Таким образом, функция хеджирования рисков подразумевает использование инструментов рынка ценных бумаг (в первую очередь, производных финансовых инструментов) для защиты владельцев каких-либо активов (финансовых, валютных, товарных) от неблагоприятного для них изменения цен, стоимости или доходности этих активов.

Хеджирование подразумевает обязательное участие двух сторон: хеджеров и спекулянтов. Инвестор (хеджер), т. е. тот, кто желает застраховаться, переносит свой риск на участника (спекулянта), который считает возможным данный риск принять. Таким образом, с помощью инструментов рынка ценных бумаг можно минимизировать риск инвестора (переложить его на спекулянта). Следовательно, сутью хеджирования на рынке ценных бумаг выступает перераспределение рисков.

Производный финансовый инструмент, часто используемый при хеджировании рисков, представляет собой договор, заключаемый между двумя или более сторонами, которые обязуются выполнить определенные действия в зависимости от количественных или качественных показателей базового актива по состоянию на определенный момент в будущем<sup>8</sup>.

В соответствии с указанием Банка России «О видах производных финансовых инструментов» от 16 февраля 2015 г. № 3565-У определены виды производных финансовых инструментов, среди которых: опционный, фьючерсный, форвардный биржевой и внебиржевой, а также своп-договор. В основе производного финансового инструмента лежит базовый актив. Базовым активом мо-

---

<sup>8</sup> Кригер А. М. Производные финансовые инструменты как катализатор мирового финансового кризиса 2007–2008 гг. // Финансовое право и управление . 2018. № 1. С. 52–64.

гут являться товар, ценная бумага, процентные ставки, валюта, индексы и пр. В результате изменения цены базового актива по производным финансовым инструментам возникают права или обязательства.

Зарождение самой возможности хеджирования связано с широким распространением производных финансовых инструментов (деривативов) во второй половине XX в. А благодаря повышению частоты финансово-экономических кризисов в современных условиях и необходимости ограничения финансовых рисков, которые за последнее время заметно возросли (высокая волатильность курсов валют, колебание цен на нефть, существенные колебания процентных ставок, обострение геополитических проблем), данная функция приобретает все большую актуальность.

Благодаря возможности хеджирования, с одной стороны, рынок ценных бумаг существенно увеличил свою устойчивость и свою значимость, с другой — снижение неопределенности при совершении инвестиционных операций позволяет рынку ценных бумаг более активно реализовывать функцию перераспределения финансовых ресурсов и в конечном итоге ускоряет процесс трансформации сбережений в инвестиции. Однако следует понимать, что чрезмерное разрастание рынка производных финансовых инструментов способно провоцировать финансовые кризисы.

**Реализация рынком ценных бумаг спекулятивной функции подразумевает** концентрацию колоссальных ресурсов, используемых для получения прибыли от спекулятивных сделок с финансовыми инструментами, основанных на разнице цен. Благодаря данной функции обеспечивается ликвидность рынка ценных бумаг (подробнее см. в разделе 1.5.2).

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. В чем состоит глобальное значение рынка ценных бумаг для экономической системы?
2. Чем привлечение сбережений через механизм рынка ценных бумаг отличается от привлечения ресурсов через банковскую систему?
3. Назовите цель функционирования рынка ценных бумаг.
4. Перечислите и охарактеризуйте общерыночные функции рынка ценных бумаг.
5. Раскройте сущность специфической функции рынка ценных бумаг — перераспределения финансовых ресурсов.
6. Раскройте сущность специфической функции рынка ценных бумаг — хеджирования рисков.

#### 1.4. Виды рынков ценных бумаг

Рынок ценных бумаг представляет собой сложную систему, имеющую свои особенности, специфических участников и объекты торговли. Многообразие особенностей рынка ценных бумаг может быть систематизировано с помощью различных классификационных признаков. Так, самыми элементарными являются классификации в зависимости от вида обращающихся ценных бумаг, по типу эмитента, в зависимости от масштабов рынка, по отраслевому признаку.

**В зависимости от вида обращающихся ценных бумаг** рынок ценных бумаг подразделяется:

- на **рынок акций** — рынок, на котором происходит обращение акций;
- **рынок облигаций** — рынок, на котором происходит обращение облигаций;
- **рынок продуктов коллективного инвестирования** — рынок, на котором обращаются инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и т. д.

**В зависимости от масштабов рынка ценных бумаг** выделяют:

– **мировой (глобальный) рынок ценных бумаг** как совокупность национальных рынков. Глобальный рынок ценных бумаг позволяет осуществлять аккумуляцию свободных финансовых ресурсов и их перераспределение между отраслями, регионами и странами во всемирном масштабе на основе спроса и предложения на капитал субъектов экономических отношений разных стран.

– **национальный рынок ценных бумаг** включает общенациональный рынок и позволяет реализовывать перераспределительную функцию в масштабах экономической системы отдельного государства.

– **региональный рынок ценных бумаг**, представляющий собой рынок отдельного региона в рамках национального рынка ценных бумаг.

**По типу эмитента** (т. е. лица, выпускающего ценную бумагу в обращение) существуют:

– **рынок государственных (муниципальных) ценных бумаг** — рынок ценных бумаг, эмитентом которых выступает государство в лице государственных органов исполнительной власти соответствующего уровня.

– **рынок корпоративных (негосударственных) ценных бумаг** — рынок ценных бумаг, выпускаемых коммерческими организациями частной формы собственности.

**По отраслевому признаку** можно выделить рынки ценных бумаг промышленных, добывающих, транспортных отраслей, отрасли связи, потребительского сектора и пр.

Особенности процесса торговли на рынке ценных бумаг делает необходимым выделение специфических классификационных признаков. С этих позиций классификация рынка ценных бумаг может выглядеть следующим образом:

- первичный и вторичный;
- организованный и неорганизованный;

- биржевой и внебиржевой;
- кассовый и срочный;
- наличный и долговой.

Рассмотрим данные аспекты более детально.

**В зависимости от стадии обращения ценной бумаги** различают первичные и вторичные рынки.

**Первичный рынок** — это рынок, обеспечивающий эмиссию ценной бумаги, в результате которой она впервые попадает в сферу обращения, т. е. первое появление ценной бумаги на рынке, образно говоря, стадия «рождения» ценной бумаги. Результатом всех процессов, обеспечивающих эмиссию ценных бумаг, должно стать приобретение их первыми владельцами.

**Вторичный рынок** — это рынок, на котором обращаются ранее выпущенные ценные бумаги. Вторичный рынок включает совокупность любых операций с данными бумагами (в первую очередь перепродажа), в результате которых происходит постоянный переход прав собственности на них от одного владельца к другому.

**В зависимости от степени регулируемости** рынки ценных бумаг могут быть организованными и неорганизованными.

На **организованных рынках** обращение ценных бумаг происходит согласно твердо регламентированным правилам, регулирующим практически все стороны функционирования рынка. Следование данным правилам обязательно для всех участников рынка. В качестве участников организованного рынка представлены профессионалы (посредники, инфраструктурные институты), допущенные государственными регуляторами на рынок разрешительным способом (лицензирование, выдача разрешения на деятельность, включение в соответствующий реестр и пр.). Непрофессиональные участники получают доступ на организованный рынок через профессионалов-посредников.

На **неорганизованных рынках** обращение ценных бумаг происходит без соблюдения единых для всех участников правил. Участники торгов самостоятельно договариваются по всем вопросам заключения сделки с ценными бумагами.

**В зависимости от места осуществления торгов** различают биржевые и внебиржевые рынки ценных бумаг.

**Биржевой рынок** — рынок, представленный деятельностью фондовой биржи. Фондовая биржа — форма рынка для проведения операций по купле-продаже ценных бумаг, осуществляемых исключительно на основе взаимодействия спроса и предложения. Порядок совершения сделок на фондовой бирже строго регламентирован. Главная задача — определение справедливой цены на ценные бумаги. В деятельности биржи строго соблюдается ряд принципов, в том числе такой: все сделки, заключаемые на бирже, проводятся гласно в отведенном месте в течение ограниченного времени (биржевой день). Таким образом, особенностью биржевого рынка является высокая степень концентрации

однотипных сделок с ценными бумагами в определенном месте за дискретный отрезок времени.

**Внебиржевой рынок** — сфера обращения ценных бумаг, не допущенных к обращению (котированию) на фондовых биржах.

Если биржевой рынок по своей сути всегда есть организованный рынок, то внебиржевой рынок может быть как организованным, так и неорганизованным («уличным», «стихийным»).

На организованном внебиржевом рынке, как правило, происходит торговля ценными бумагами, не имеющими листинга на бирже (например, бумагами менее крупных компаний, не в достаточной степени раскрывающих информацию о себе, но потенциально способных показать значительные темпы роста. Ликвидность подобных бумаг, как правило, невысокая). Правила совершения сделок на организованном внебиржевом рынке жестко формализованы. Но следует отметить, что на данном рынке в большей степени отличаются правила, предъявляемые к эмитентам, чьи ценные бумаги допущены к торговле: они менее жесткие, чем на биржевом рынке. Данный факт свидетельствует о более высоком риске инвестирования на организованном внебиржевом рынке нежели на биржевом.

Изначально рынок ценных бумаг функционировал как внебиржевой, в рамках которого сделки осуществлялись между желающими купить и продать ценные бумаги на оговариваемых в каждом конкретном случае условиях. На современной стадии развития экономических систем приоритетную роль играют только организованные рынки ценных бумаг, представленные либо фондовыми биржами, либо внебиржевыми системами электронной торговли. Поскольку именно такая организация рыночного механизма позволяет реализовывать перераспределительную функцию фондового рынка в наибольшей степени и способствовать экономическому росту.

**В зависимости от сроков исполнения сделок с ценными бумагами** рынок ценных бумаг подразделяется на кассовый и срочный.

**На кассовом рынке ценных бумаг** (рынке «спот») дата заключения и исполнения сделки совпадают, либо имеется незначительный временной разрыв. На спот-рынке заключенная сделка исполняется немедленно, либо в период  $t$  (день заключения сделки) + 2. На данном рынке обращаются первичные ценные бумаги.

**Срочный рынок ценных бумаг** — это рынок, на котором заключенная сделка исполняется с отсрочкой во времени — чаще всего через несколько месяцев с момента заключения сделки. На таком рынке обращаются вторичные ценные бумаги (т. е. бумаги, в основе которых лежит другая ценная бумага, — «бумага на бумагу») или, в более широком плане, производные финансовые инструменты.

**По признаку «вид сделки»** классифицируют наличный и долговой (маржинальный) рынки ценных бумаг.

**Наличный рынок ценных бумаг** — это рынок, где совершаются операции с собственными активами (ценными бумагами, денежными средствами) инвестора.

**Долговой (маржинальный) рынок ценных бумаг** — рынок, при совершении операций на котором инвестор занимает недостающие активы (ценные бумаги, денежные средства) у профессионального участника рынка ценных бумаг.

Выделяют также классификационный признак «по типу торговли», в соответствии с которым рынок ценных бумаг существует в двух основных формах: традиционной и компьютеризированной.

**Традиционный рынок** подразумевает непосредственную встречу продавцов и покупателей ценных бумаг, действующих через посреднические организации рынка ценных бумаг, в определенном физически существующем месте, где и происходят торги определенными инструментами рынка ценных бумаг.

**Компьютеризированный рынок** — это форма торговли ценными бумагами на основе использования современных цифровых технологий и средств связи. Для него характерно:

- отсутствие физического места встречи продавцов и покупателей ценных бумаг;
- использование клиентских сервисов, мобильных приложений, АРМ и прочих специализированных цифровых сервисов, предоставляемых профессионалами рынка продавцам и покупателям ценных бумаг;
- полная автоматизация процесса торговли ценными бумагами;
- непрерывность во времени и пространстве процесса торговли ценными бумагами.

Таким образом, многообразие классификационных признаков и соответствующих видов рынка ценных бумаг свидетельствует о его многомерности и широком функционале, что позволяет расценивать рынок ценных бумаг как важную часть экономической системы и полноценный механизм трансформации сбережений в инвестиции.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Раскройте классификацию рынков ценных бумаг в зависимости от вида обращающихся ценных бумаг.
2. Раскройте классификацию рынков ценных бумаг в зависимости от масштабов рынка ценных бумаг.
3. Раскройте классификацию рынков ценных бумаг в зависимости от стадии обращения ценной бумаги.
4. Раскройте классификацию рынков ценных бумаг в зависимости от степени его регулируемости.
5. Раскройте классификацию рынков ценных бумаг в зависимости от места осуществления торгов.
6. Раскройте классификацию рынков ценных бумаг в зависимости от сроков исполнения сделок с ценными бумагами.
7. Раскройте классификацию рынков ценных бумаг по признаку «вид сделки».



## 1.5. Субъектно-объектный состав рынка ценных бумаг.

### Участники рынка ценных бумаг

Очевиден тот факт, что для функционирования рынка ценных бумаг, как и рынка любого актива, необходимы определенные элементы, находящиеся в непрерывной взаимосвязи между собой. К их числу относим:

- **участников** экономических отношений, возникающих на рынке ценных бумаг;
- **финансовые инструменты** этого рынка, выступающие объектами сделок и опосредующие отношения между участниками рынка (как было обозначено ранее, специфические товары и связанные с их выдачей, обращением и погашением услуги);
- **регуляторную среду**, которая включает в себя, в частности, регуляторы рынка ценных бумаг разных уровней (рис. 6).



Рис. 6. Субъектно-объектный состав рынка ценных бумаг

В первую очередь рассмотрим субъектный состав рынка ценных бумаг, а именно его участников.

**Участники рынка ценных бумаг** — это экономические агенты, выполняющие разные функциональные роли в процессе экономических взаимоотношений на рынке ценных бумаг (продавцы/покупатели ценных бумаг; лица,

обеспечивающие возможность совершения операций с ценными бумагами; институты, создающие правовые границы деятельности на рынке ценных бумаг и обеспечивающие на нем правопорядок).

То есть в широком смысле участники рынка ценных бумаг — это те лица, которые вступают между собой в определенные экономические отношения по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.

Рассмотрим и охарактеризуем каждого из участников рынка ценных бумаг более детально, сделав акцент на его функциональном значении.

### 1.5.1. Эмитенты

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» **эмитент** — это юридическое лицо, орган исполнительной власти или орган местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами<sup>9</sup>.

Здесь основополагающим является акцент на обязательственных отношениях эмитента и владельца ценной бумаги. Иными словами, эмитент — это не просто лицо, выпустившее ценную бумагу в обращение (с этой позиции мы могли бы причислить к этой категории и так называемых квазиэмитентов, активно функционировавших в начале 90-х гг. XX в. и выпускавших суррогаты ценных бумаг, по которым права владельцев так и не были реализованы), но и готовое выполнить свои обязательства, обозначенные в ценной бумаге. Это, пожалуй, ключевой аспект в определении понятия «эмитент ценной бумаги».

Важно помнить, что на рынке ценных бумаг эмитент всегда занимает позицию продавца, поскольку поставляет на рынок специфический актив (как объект торговли) — ценную бумагу, качество которой определяется статусом эмитента, результатами его основной деятельности, конкурентоспособностью и пр.

С помощью эмиссии ценных бумаг эмитент может достигнуть как минимум двух значимых для своей деятельности целей.

Во-первых, получить дополнительные внешние финансовые ресурсы, учитывая, что внутренние источники финансирования всегда ограничены и недостаточно масштабны. Эмитенты являются теми участниками рынка ценных бумаг, которые в первую очередь заинтересованы в привлечении значительных инвестиционных ресурсов посредством механизма данного рынка, а именно через операции по эмиссии (выводу в обращение) акций, облигаций и других финансовых инструментов.

Во-вторых, выпуск ценных бумаг позволяет осуществить некую оптимизацию финансовых потоков в рамках хозяйственной деятельности своей компании с помощью механизма фондового рынка (например, посредством выпуска векселей и других долговых инструментов).

Для государства как эмитента выпуск собственных ценных бумаг позволяет избежать увеличения денежной массы в обращении поскольку эмиссия ценных бумаг относится к неинфляционным способам финансирования дефицита государственного бюджета. Также выпуск ценных бумаг органами исполнительной власти

---

<sup>9</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

субъектов Российской Федерации и муниципальных образований позволяет привлечь финансовые ресурсы в бюджеты соответствующих уровней, в частности, для финансирования значимых проектов на основе срочности, платности и возвратности.

Для достижения вышеназванных целей эмитенту необходимо сформировать положительный имидж. Подобные действия приводят к созданию ликвидного рынка ценных бумаг эмитента, включению в перечень ценных бумаг, торгуемых на фондовой бирже (т. е. листинг ценных бумаг), в том числе включению ценных бумаг биржей в котировальный список того или иного уровня<sup>10</sup>, повышению капитализации (стоимости) компании-эмитента.

Глобальным результирующим эффектом таких действий будет выступать повышение инвестиционной привлекательности эмитента, что в свою очередь приведет к искомой цели — росту финансовых вливаний в реальный сектор экономики.

Состав эмитентов, представленных на российском рынке ценных бумаг, достаточно разнообразен, что свидетельствует об определенном уровне развития рынка. Дополненный информацией, характеризующей совокупность выпускаемых ими финансовых инструментов, перечень эмитентов схематично представлен на рис. 7.



**Рис. 7. Состав эмитентов российского рынка ценных бумаг**

<sup>10</sup> Инвесторы не всегда могут самостоятельно оценить риски приобретения ценных бумаг того или иного эмитента, поскольку у них нет доступа к их финансовым документам. Качество ценных бумаг эмитента, в значительной степени, дифференцирует фондовая биржа. Так, после проверки документов, сопровождающих эмиссию ценных бумаг, она размещает каждую бумагу на одном из трех уровней листинга: первый уровень листинга — котировальный список первого (высшего) уровня; второй уровень листинга — котировальный список второго уровня; третий уровень листинга — некотировальная часть списка ценных бумаг.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Охарактеризуйте субъектно-объектный состав рынка ценных бумаг.
2. Дайте определение понятия «эмитент».
3. Назовите цели эмитента ценных бумаг.
4. Охарактеризуйте состав эмитентов российского рынка ценных бумаг.

### **1.5.2. Инвесторы**

Совершенно противоположным эмитенту по функциональной сущности участником рынка ценных бумаг является инвестор: данное лицо выступает поставщиком инвестиционных ресурсов.

Очевидно, что инвесторы, осуществляя деятельность на рынке ценных бумаг и преследуя свои индивидуальные цели, имеют колоссальное значение для рынка. Они являются поставщиками ликвидности в экономике, финансируют процесс производства и разнообразные инвестиционные проекты компаний — эмитентов. Путем покупки акций инвесторы позволяют компаниям частной формы собственности снизить уровень долговой нагрузки и увеличить уровень финансовой устойчивости. Инвесторы, принимая решения по поводу вложения в тот или иной актив, обеспечивают перелив капитала в наиболее рентабельные отрасли экономики и наиболее перспективные компании, способствуя нахождению и развитию на рынке лишь эффективных организаций. Кроме того, в настоящее время средства инвесторов являются важнейшим источником финансирования государственного и муниципального дефицита бюджета. На современном этапе развития в условиях ограниченности для российского государства и отечественных компаний использования внешних рынков капитала возрастает значение отечественных инвесторов, способных предоставить дешевое долгосрочное финансирование.

Следует подчеркнуть, что единообразной трактовки понятия «инвестор» российское законодательство не содержит.

Обращаясь к эволюции понятия «инвестор», следует отметить, что оно было впервые введено Положением о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденном постановлением Правительства РСФСР № 78 от 28 декабря 1991 г. В соответствии с данным правовым актом в качестве инвестора выступает гражданин или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет<sup>11</sup>.

В Федеральном законе «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» дается следующее определение: инвестор — это физическое или юридическое лицо, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР : постановление Правительства РСФСР от 28 дек. 1991 г. № 78 // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>12</sup> О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» рассматривает понятие «инвестор» как субъект инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений. В соответствии с данным законодательным актом инвестор — это физическое или юридическое лицо, создаваемое на основе договора о совместной деятельности и не имеющее статуса юридического лица объединение юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, а также иностранные субъекты предпринимательской деятельности, осуществляющие капитальные вложения на территории Российской Федерации с использованием собственных и/или привлеченных средств в соответствии с законодательством Российской Федерации<sup>13</sup>. Устанавливается, что инвесторы осуществляют капитальные вложения на территории Российской Федерации, используя собственные и/или привлеченные средства в соответствии с законодательством.

Таким образом, в российском законодательстве содержится достаточно широкий перечень лиц, способных выступать в качестве инвестора, и, кроме того, делается акцент на потенциальные объекты инвестирования (ценные бумаги, капитальные вложения).

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» не содержит определения понятия «инвестор». В данном законодательном акте приведено понятие «владелец ценной бумаги», которым признается лицо, указанное в учетных записях (записях по лицевому счету или счету депо) в качестве правообладателя бездокументарных ценных бумаг, либо лицо, которому документарные ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве<sup>14</sup>.

В экономической литературе также не существует консенсуса по данному вопросу. Как правило, инвестор определяется как лицо, осуществляющее инвестиции, в то время как инвестициям авторы дают разные определения.

Так, согласно толковым словарям, обобщенная и упрощенная трактовка искомого понятия следующая: инвестор — это лицо, организация или государство, осуществляющие инвестирование: вложение капитала на длительный срок<sup>15</sup>. В данном определении раскрывается, какое лицо может быть инвестором, а в определении инвестиций делается акцент на продолжительности данного процесса.

В экономических словарях содержится, например, следующее определение понятия инвестор: это физические или юридические лица, вкладывающие ресурсы в приобретение уже существующих активов, либо в их создание с целью получения прибыли<sup>16</sup>. Экономический словарь терминов определяет инвестора как юридиче-

---

<sup>13</sup> Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений : федер. закон РФ от 25 февр. 1999 г. № 39-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>14</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

<sup>15</sup> Ефремова Т. Ф. Новый словарь русского языка. URL: <https://gufo.me/dict/economicterms/%D0%98%D0%9D%D0%92%D0%95%D0%A1%D0%A2%D0%9E%D0%A0>.

<sup>16</sup> Миркин Я. М. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. М., 2008. С. 34.

ское или физическое лицо, осуществляющее инвестиции, вкладывающее собственные, заемные или иные привлеченные средства в инвестиционные проекты. Инвестиционный капитал, вкладываемый инвестором, может быть представлен в виде финансовых ресурсов, имущества, интеллектуального продукта. Инвесторы осуществляют долговременные вложения в крупные проекты, связанные со значительными производственными, техническими, технологическими преобразованиями, новшествами<sup>17</sup>. Данное определение раскрывает понятие «инвестор» в широком смысле, не ограничивая капитал инвестора денежными средствами и позволяя использовать не только собственные, но и привлеченные средства. Как и в прочих определениях, подчеркивается долгосрочность вложений инвестора, но при этом акцентируется внимание на новаторских характеристиках инвестируемых проектов.

По мнению К. Н. Цахаевой, инвестором является физическое или юридическое лицо, осуществляющее инвестиции, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет<sup>18</sup>. В данном случае государство исключается из состава инвесторов, суть инвестирования сводится к покупке ценных бумаг с акцентом на источнике средств для их приобретения. Отнесение к инвесторам исключительно лиц, осуществляющих инвестиции за свой счет, позволяет сделать вывод, что данное определение исключает из своего состава институциональных инвесторов, таких как негосударственные пенсионные фонды, страховые организации и т. п.

Схожее определение дается понятию «инвестор на рынке ценных бумаг» — юридическому или физическому лицу, которое вкладывает (инвестирует) свой реальный капитал от своего имени в ценные бумаги; юридическое или физическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет, на свой страх и риск; лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве<sup>19</sup>. В этих определениях содержится указание на рискованность инвестиций и принятие инвестором этого риска, а также акцентируется внимание на праве инвестора на данные ценные бумаги.

Инвестор на рынке ценных бумаг также рассматривается как участник финансового рынка, использующий различные инструменты данного рынка для трансформации сбережений в инвестиции с целью извлечения дохода.

Обобщая все вышеназванные определения, становится очевидным, что инвестор (владелец), в качестве которого могут выступать физические, юридические лица, органы государственной власти, является покупателем специфического товара — финансовых инструментов, обращающихся на рынке ценных бумаг и использует для этого собственные, заемные или привлеченные средства в целях извлечения прибыли. Именно инвестор является источником инвестиционных ресурсов для эмитента ценной бумаги.

---

<sup>17</sup> URL: [https://gufo.me/dict/economics\\_terms/%D0%98%D0%9D%D0%92%D0%95%D0%A1%D0%A2%D0%9E%D0%A](https://gufo.me/dict/economics_terms/%D0%98%D0%9D%D0%92%D0%95%D0%A1%D0%A2%D0%9E%D0%A).

<sup>18</sup> Цахаева К. Н. Инвестиции и инвесторы // Вопросы структуризации экономики. 2006. № 3. С. 68.

<sup>19</sup> URL: <http://economics.niv.ru/doc/dictionary/securities-market/fc/slovar-200.htm>.

Инвесторов можно классифицировать по ряду признаков. Так, в зависимости от организационно-правовой формы в качестве инвесторов выступают:

- *государственные и муниципальные органы власти;*
- *юридические лица;*
- *объединения юридических лиц;*
- *физические лица и индивидуальные предприниматели.*

В зависимости от статуса можно выделить следующие группы инвесторов.

**Частные (индивидуальные) инвесторы**, т. е. инвесторы — физические лица. Индивидуальные инвесторы вкладывают собственные свободные средства от своего имени, за свой счет, и присваивают результаты инвестиционной деятельности<sup>20</sup>.

Частные инвесторы являются одной из наиболее масштабных и значимых групп инвесторов на рынке ценных бумаг. Их можно рассматривать как первоначальных поставщиков капитала для эмитентов ценных бумаг. Данная категория инвесторов обладает рядом характерных черт, делающих их более привлекательными по сравнению, например, с институциональными инвесторами, таких как высокий ресурсный потенциал, отсутствие установленных ограничений на выбор объекта инвестирования, мобильность капитала. Розничные инвесторы играют важную роль в обеспечении рынка ценных бумаг ликвидностью. В развитых странах пенсионные портфели населения, состоящие из биржевых финансовых инструментов, являются важнейшим источником «длинных» денег в экономике, поддерживающим стабильность рынка. Спрос на активы, порождаемый частными инвесторами, стимулирует компании выходить на рынок и выпускать ценные бумаги, увеличивая емкость рынка.

Однако следует учитывать тот факт, что для стран с относительно недавно возникшим развивающимся рынком ценных бумаг (к числу которых относится и российский рынок) типичной чертой является масштабная малограмотность в области финансового инвестирования. Наиболее неосведомленными выступают физические лица. Для устранения данной проблемы предпринимаются меры по повышению финансовой грамотности частных инвесторов, а также введено разделение инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных (см. классификационный признак «квалификация клиента»).

Частные инвесторы, как уже было отмечено, имеют определенные характерные черты, отличающие их от других категорий инвесторов (рис. 8).

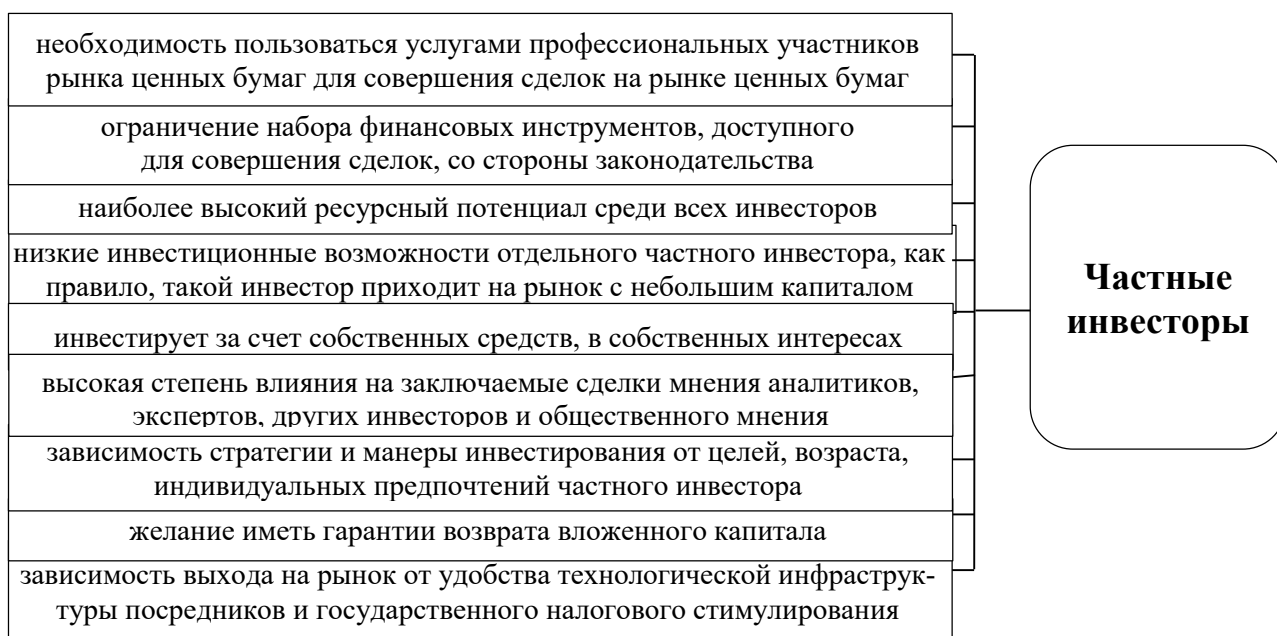
Отдельно можно отметить выделяемые современными исследователями особенности российского частного инвестора:

- стремление к быстрому обогащению сказывается на склонности отечественных розничных инвесторов к краткосрочным спекуляциям с финансовыми инструментами, имеющими высокий уровень потенциального дохода и риска;

---

<sup>20</sup> Инвестиции : учебник / под ред. Г. П. Подшиваленко. М., 2009. С. 24.

- в большей степени ориентация на глобальные инвестиции, а не на финансирование исключительно российских эмитентов;
- сочетание спонтанности в принятии инвестиционных решений с низким уровнем финансовой и инвестиционной грамотности;
- исторически возникшая потребность в причислении себя к некоторой общности, выражающаяся в иррациональном поведении и чувстве комфорта при принятии неверных решений, при условии, что так поступает большинство;
- наличие большого количества негативного опыта на финансовом рынке побуждает российских инвесторов во время волатильности рынка спешно распродавать активы, даже если для этого нет никаких объективных причин;
- предрасположенность к выбору агрессивных стратегий инвестирования из-за низкого размера первоначального капитала у большинства инвесторов;
- распространение среди частных инвесторов способа инвестирования с помощью индивидуальных инвестиционных счетов ведет к формированию привычки долгосрочного инвестирования<sup>21</sup>.



**Рис. 8. Ключевые особенности частных инвесторов**

**Корпоративные инвесторы**, т. е. юридические лица, которые, так же как и индивидуальные инвесторы, вкладывают собственные свободные финансовые ресурсы и присваивают результаты инвестиционной деятельности.

**Институциональные инвесторы**, т. е. инвесторы, основной целью деятельности которых является инвестирование собственных средств или средств других физических и юридических лиц, которыми они владеют как доверенное лицо, и распределение результатов инвестирования между собственниками. Иными словами, институциональный инвестор — это финансовый посредник, аккумулирующий средства иных, более мелких инвесторов (частных и корпо-

<sup>21</sup> Яцковский М. М. Особенности российского частного инвестора на рынке ценных бумаг // Международный научно-исследовательский журнал. 2015. № 7 (38). С. 128.



ративных) и осуществляющий их вложение в ценные бумаги с целью извлечения прибыли для владельцев переданных средств.

В отличие от индивидуальных и корпоративных инвесторов институциональные инвесторы используют привлеченные средства и оказывают услуги собственникам этих средств за определенную плату.

Существуют следующие виды институциональных инвесторов:

– участники рынка ценных бумаг, осуществляющие деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами т. е. специализированные доверительные управляющие;

– негосударственные пенсионные фонды (НПФ);

– Пенсионный фонд РФ;

– акционерные инвестиционные фонды;

– страховые организации;

– агентство по страхованию вкладов;

– некоммерческие организации, формирующие целевой капитал;

– специализированные организации управления целевым капиталом.

**Государство** как инвестор. Государство выступает собственником имущества, представленным, в частности, в форме долей в акционерных капиталах. С этих позиций государство в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом будет рассматриваться как владелец акций, являющихся финансовым инструментом рынка ценных бумаг. Кроме того, формируя различные резервные фонды (например, фонд национального благосостояния), государственные органы власти инвестируют средства данных фондов в различные финансовые активы, в том числе в являющиеся объектами торговли на рынке ценных бумаг.

В зависимости от цели инвестирования на рынке ценных бумаг инвесторы делятся на две группы: стратегические и портфельные<sup>22</sup>.

В целом **стратегический инвестор** может рассматриваться как лицо, заинтересованное в приобретении крупного пакета ценных бумаг (акций), для того чтобы участвовать в управлении или получить контроль над компанией-эмитентом. Степень воздействия на деятельность компании-эмитента зависит от количества акций, находящихся в собственности у инвестора. В соответствии с российским законодательством наличие различного количества акций в процентном отношении от величины оплаченного уставного капитала акционерного общества предоставляет инвестору различный объем прав.

---

<sup>22</sup> Основными целями инвестора в области финансовых инвестиций принято выделять получение максимально возможной прибыли и снижение рисков вложений. Развивая это утверждение, отметим, что при принятии решения о вложении свободных финансовых ресурсов целями, которые ставит перед собой инвестор могут быть следующие: получение постоянного дохода; достижение прироста капитала; получение права принятия решения и влияния на деятельность компании, за счет приобретения акций; получение социально-экологического и прочих эффектов от реализации проекта; сохранение капитала (сбережений) от воздействия инфляции и т. п.

**Портфельный инвестор** стремится получить максимальный доход при оптимальном риске от вложения в ценные бумаги, в его сферу интересов не входит участие в управлении деятельностью компанией-эмитентом. Он формирует инвестиционный портфель и управляет им, покупая и продавая активы на фондовом рынке.

Существуют разные «образы» портфельных инвесторов, зависящие от целей формирования портфелей финансовых инструментов и стратегии управления ими. Например, относительно крупные инвесторы — юридические лица, основная деятельность которых не связана с фондовым рынком. Они формируют портфели ценных бумаг (часто выполняющие роль определенных резервов), поэтому предпочитают не продавать их в условиях падающего рынка, чтобы не фиксировать свои убытки. Объективно их позиция также способствует стабилизации рынка и характеризуется определенной долгосрочностью вложений.

Также разновидностью портфельных инвесторов будут являться мелкие инвесторы, в большинстве своем физические лица. Они владеют небольшими пакетами ценных бумаг, поэтому вследствие транзакционных издержек либо недостаточности собственной квалификации им невыгодно их постоянно покупать и продавать, что вынуждает использовать тактику «купил и держи».

В качестве разновидности портфельных инвесторов может также рассматриваться спекулятивный инвестор, т. е. инвестор, заинтересованный в получении дохода за счет разницы между ценами покупки и продажи ценных бумаг на рынке за краткий промежуток времени.

Реальными поставщиками инвестиционных ресурсов являются представители первой группы. Стратегические инвесторы, в традиционной трактовке данного понятия, в качестве первоочередной цели ставят не извлечение прибыли от владения ценными бумагами (хотя и эта цель может также присутствовать), а получение возможности воздействия на процесс функционирования эмитента (акционерного общества).

С такой точки зрения спекулятивных инвесторов лишь с определенной долей условности возможно отнести к классу инвесторов вообще. Ставя во главу угла цель — извлечение дохода от колебания цен, спекулятивные инвесторы осуществляют вложения в те или иные ценные бумаги на короткий срок — от нескольких дней до нескольких часов. В подобных условиях о стабильных инвестиционных вливаниях говорить невозможно. Тем не менее эта наиболее многочисленная группа инвесторов обеспечивает ликвидность фондового рынка, принимая на себя значительную часть рисков совершения операций и создавая условия для работы стратегических инвесторов (именно спекулятивные инвесторы указывают возможные пути, направления вложения финансовых ресурсов, создают репутацию эмитенту, выявляют перспективу обращения тех или иных финансовых инструментов)<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Звягинцева Н. А. Регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации. Иркутск, 2006. С. 60.

Механизм рыночных спекуляций способствует выравниванию спроса и предложения. Элементарный пример: если цены на бумаги какого-либо эмитента растут, спекулянты активнее фиксируют свою прибыль, опасаясь «перегрева» рынка и продают данные бумаги, тем самым препятствуя чрезмерному повышению цен. Если цены снижаются, спекулянты активнее скупают дешевеющие бумаги (в расчете затем продать их дороже), удерживая тем самым цены от чрезмерного снижения. Именно таким образом в обычной обстановке спекулятивные инвесторы способствуют стабилизации рынка и обеспечивают его ликвидность. Однако в обстановке биржевой паники или ажиотажа направления их деятельности противоположны описанному выше. В этих случаях спекулянты, бесспорно, являются дестабилизирующим фактором. Но такой фактор становится существенным для рынка только тогда, когда спекулятивные инвесторы на нем преобладают. Если значительная часть ценных бумаг на рынке находится в руках долгосрочных инвесторов, не мотивированных изменением финансового состояния эмитентов всплески активности спекулянтов, как правило, быстро затухают.

Для стратегических инвесторов обычно не характерна тактика поведения на рынке, подобная спекулятивной: первые решают более долгосрочные задачи и не отслеживают всех его «коротких» колебаний, в отличие от последних. В целом же в качестве стратегического инвестора на рынке выступает любой его участник, который купил ценные бумаги в расчете на получение от них дохода в отдаленном будущем. Наличие же широкого слоя стратегических инвесторов делает фондовый рынок более устойчивым и стабильным в росте.

По признаку ориентации на инвестиционный эффект можно выделить следующие три группы инвесторов:

- инвесторы с ориентацией на получение текущего инвестиционного дохода. Формирование инвестиционного портфеля происходит за счет краткосрочных вложений, а также долгосрочных финансовых инструментов, приносящих регулярный доход;

- инвесторы с ориентацией на прирост капитала в долгосрочной перспективе. Инвестор вкладывает свои средства приоритетно в реальные операционные активы предприятия, а также в долгосрочные финансовые инструменты инвестирования (акции, долгосрочные облигации);

- инвесторы с ориентацией «за пределы экономического эффекта». Осуществляя вложения в объекты инвестирования, такой инвестор преимущественно ставит цели социального, экологического характера (например, проекты ESG). Непосредственное получение прибыли от осуществления инвестиций не является приоритетным<sup>24</sup>.

По признаку «тактика поведения на рынке» можно классифицировать агрессивных (рискованных), умеренных (умеренно консервативных, либо уме-

---

<sup>24</sup> Подсорин В. А. Экономическая оценка инвестиций. М., 2015. С. 25.

ренно агрессивных) и консервативных инвесторов. В основе данного разбиения лежит степень склонности к риску и готовность принять его.

**Консервативный инвестор** обычно стремится получать доходы от владения ценными бумагами, покрывающие уровень инфляции на протяжении длительного времени. При этом такой инвестор старается избегать краткосрочных потерь в результате «просадок» рынка, существенно ограничивая возможности максимизации потенциального дохода. Склонность к риску у консервативных инвесторов минимальна: портфель ценных бумаг формируется с учетом незначительных, просчитываемых рисков, приоритетом является надежность вложений. Консервативный инвестор выбирает инструменты с более прогнозируемым доходом, предпочитая инвестировать в государственные облигации и облигации надежных эмитентов, а также первоклассные дивидендные акции.

**Умеренно консервативный инвестор** желает сохранить основную сумму инвестиций, но при этом готов к некоторому уровню риска в обмен на потенциально более высокую доходность своих вложений. **Умеренно агрессивный инвестор** готов к еще более высокому уровню риска, ожидая при этом, что в долгосрочной перспективе его инвестиции принесут значительную прибыль. В общем плане, согласно менталитету умеренного инвестора, выбор инструмента инвестирования происходит на основе их соответствия среднерыночным условиям. Умеренный инвестор придерживается наиболее оптимальной стратегии по отношению к риску, формирует инвестиционный портфель на принципах диверсификации и баланса высокорисковых и низкорискованных активов. Согласие на принятие дополнительных рисков происходит в случае, если риски будут компенсированы дополнительным уровнем дохода.

Антиподом консервативного инвестора является **агрессивный**. Он готов принимать повышенный риск, рассчитывая получить сверхприбыль от собственных вложений. Агрессивный инвестор осуществляет вложения, как правило, в акции, производные финансовые инструменты, сложные финансовые продукты, имеющие высокий потенциал роста в совокупности с высоким риском.

В зависимости от места юридической регистрации инвестора выделяем две категории инвесторов — инвесторов-резидентов и инвесторов-нерезидентов (иностранные инвесторы). **Инвестором-резидентом** может быть юридическое лицо, осуществляющее инвестиционную деятельность в стране, в которой оно зарегистрировано в соответствии с действующим законодательством, либо физическое лицо, зарегистрированное в соответствии с законами данной страны.

**Иностранными инвесторами** (инвесторами-нерезидентами) могут быть иностранные физические или юридические лица, иностранное государство, международная организация, правомочные осуществлять инвестиции в соответствии с законодательством страны своего местонахождения, и др.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Современный экономический словарь. М., 2006. С. 150.

В зависимости от уровня квалификации инвесторы подразделяются на квалифицированных и неквалифицированных (рис. 9).

**Квалифицированный инвестор** — лицо, обладающее опытом, знаниями и квалификацией, позволяющими принимать собственные инвестиционные решения и должным образом оценивать возможные риски<sup>26</sup>. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» устанавливает условия, порядок и последствия отнесения физических и юридических лиц к квалифицированным инвесторам.

К числу квалифицированных инвесторов, безусловно, относятся:

- профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- кредитные организации;
- акционерные инвестиционные фонды;
- управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов;
- страховые организации;
- негосударственные пенсионные фонды;
- Банк России;
- Агентство по страхованию вкладов;
- международные финансовые организации.



**Рис. 9. Классификация инвесторов в зависимости от их квалификации**

Все вышеуказанные экономические субъекты являются квалифицированными инвесторами в силу закона<sup>27</sup>.

Кроме того, предусмотрено установление критериев, при соблюдении которых физические лица, а также юридические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами, в силу закона могут быть признаны квалифицированными инвесторами. Критерии отнесения лиц к категории квалифицированных инвесторов следующие (достаточно выполнения одного из критериев):

- наличие у физического лица необходимой общей стоимости ценных бумаг и/или иных финансовых инструментов при соблюдении требований к качеству таких ценных бумаг и инструментов;

<sup>26</sup> Звягинцева Н. А. Использование механизмов защиты прав инвесторов для развития инвестиционно направленного рынка ценных бумаг. Иркутск, 2010. С. 41.

<sup>27</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

– наличие у физического лица необходимого опыта работы в российской и/или иностранной организации, непосредственно связанного с совершением сделок с финансовыми инструментами, подготовкой индивидуальных инвестиционных рекомендаций, управления рисками, связанными с совершением данных сделок;

– совершение физическим лицом сделок с ценными бумагами, производными финансовыми инструментами, в количестве, объеме и в срок, которые установлены нормативными актами Банка России;

– наличие у физического лица имущества в размере, установленном нормативными актами Банка России;

– наличие у физического лица образования (в соответствии с требованиями Банка России) или квалификации в сфере финансовых рынков, подтвержденную свидетельством о квалификации, международным сертификатом (аттестатом);

– совершение юридическим лицом сделок с ценными бумагами, производными финансовыми инструментами в количестве, объеме и в срок, которые установлены нормативными актами Банка России;

– наличие у юридического лица собственного капитала, либо оборота (выручки) по данным бухгалтерской отчетности, либо суммы активов по данным бухгалтерского учета за последний отчетный год в размерах, установленных Банком России.

Признание лица квалифицированным инвестором осуществляется брокерами, управляющими, форекс-дилерами на основании его заявления.

Квалификационный инвестор имеет право приобретать сложные финансовые продукты и инструменты, в то время как неквалифицированные инвесторы могут без ограничений вкладывать средства только в ценные бумаги из котировальных списков бирж, облигации эмитентов определенного кредитного рейтинга, инвестиционные паи открытых, биржевых и интервальных паевых инвестиционных фондов, облигации федерального займа.

Подход, при котором реализуется разделение инвесторов по признаку их квалификации, давно используется на рынках ценных бумаг развитых стран (в США, ЕС) и, с одной стороны, служит удобным механизмом для установления оптимального баланса между необходимостью защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг, а с другой — снижением излишней регуляторной нагрузки на эмитентов ценных бумаг. Очевидно, что появление института квалифицированных инвесторов в России (существует с 2007 г.) несомненно важно для повышения стабильности и роста значимости российского рынка ценных бумаг в инвестиционных процессах.

В настоящий момент государственные органы регулирования российского финансового рынка в значительной степени волнуют вероятностные последствия активизации неквалифицированных частных инвесторов, связанные с их недостаточной финансовой грамотностью, а также с отсутствием должной прозрачности и информированности инвесторов со стороны профессионалов рынка о некоторых сложных финансовых продуктах и инструментах рынка ценных бумаг.

Разделение неквалифицированных инвесторов на категории в целях их защиты обсуждалось с 2016 г., однако именно в настоящий момент возникла крайняя необходимость данной новации, поскольку в 2020–2021 гг. на российский фондовый рынок вышло большое количество частных инвесторов, которых не привлекали низкие ставки по депозитам, сложившиеся в результате реализации мягкой денежно-кредитной политики. Резкому притоку также способствовало интенсивное развитие интернет-банкинга, цифровых технологий и мобильный доступ к инструментам инвестирования. Однако оборотной стороной стал факт, что российские инвесторы — физические лица начали вкладываться в ценные бумаги, не всегда правильно оценивая риски своих инвестиций. В связи с этим в 2021 г. был принят закон о защите неквалифицированных инвесторов<sup>28</sup>.

Несмотря на уже существующее с 2007 г. разделение инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных, новый закон дополнительно разделил неквалифицированных инвесторов еще на две категории: аттестованные в результате тестирования и неаттестованные (либо тестирование не прошедшие).

Таким образом, неквалифицированные инвесторы — физические лица должны будут сдавать тест, позволяющий определить их инвестиционный статус, для покупки сложных финансовых продуктов и инструментов, в случае непрохождения которого не смогут потратить на них больше 100 тыс. р. Данное условие справедливо в силу недопустимости предлагать физическим лицам, не обладающим специальными знаниями и не имеющим опыта инвестирования, сложные финансовые инструменты (в первую очередь в виде ценных бумаг) с высоким инвестиционным риском или сложными условиями определения размера дохода по ним, наличием «кредитного» плеча.

Данный закон наделяет Банк России как государственный регулятор финансового рынка полномочиями ограничивать заключение договоров и сделок финансовыми организациями с физическими лицами, если по ним неоднократно в течение календарного года предоставлялась неполная или недостоверная информация. Также ограничение будет распространяться на случаи, когда совершались сделки, предназначенные только для квалифицированных инвесторов. В случае таких нарушений Банк России вправе возложить на финансовую организацию обязанность по возврату приобретенных финансовых продуктов.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Дайте определение понятия «инвестор».
2. Раскройте экономическую сущность деятельности инвестора на рынке ценных бумаг.

---

<sup>28</sup> О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части определения объема информации, предоставляемой потребителю — физическому лицу при заключении финансового договора, и об ограничениях на совершение финансовых сделок с или за счет физических лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами : федер. закон РФ от 11 июня 2021 г. № 192-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

3. Классификация инвесторов в зависимости от их статуса.
4. Дайте определение понятия «институциональный инвестор».
5. Классификация инвесторов в зависимости от цели инвестирования на рынке ценных бумаг.
6. Классификация инвесторов по признаку ориентации на инвестиционный эффект.
7. Классификация инвесторов по признаку «тактика поведения на рынке».
8. Классификация инвесторов в зависимости от места юридической регистрации инвестора.
9. Классификация инвесторов в зависимости от уровня их квалификации.
10. Охарактеризуйте особенности присвоения статуса квалифицированного инвестора.

### **1.5.3. Профессионалы рынка ценных бумаг**

Как уже было отмечено, основным назначением рынка ценных бумаг является аккумуляция временно свободных денежных средств и их дальнейшее перераспределение в качестве инвестиционных ресурсов для финансирования развития экономики страны.

В этой связи основная цель функционирования профессионалов рынка заключается в оказании финансовых услуг, предоставлении финансовых продуктов, способствующих достижению основной цели функционирования рынка ценных бумаг. Именно профессионалы способствуют столкновению интересов инвесторов (в более широком смысле — потребителей финансовых услуг и продуктов) и эмитентов (в более широком смысле — лиц, нуждающихся в свободных финансовых ресурсах). Именно профессионалы делают возможным сам факт заключения легитимных сделок на рынке ценных бумаг (финансовом рынке в целом), с должным образом зафиксированным процессом перехода прав на финансовые продукты и инструменты и расчетов по сделкам.

Деятельность профессионалов на финансовом рынке крайне разноплановая, что отражает высокий уровень его развития и широту спектра финансовых операций, осуществляемых на нем. Попытаемся дать обобщенное определение, оставляя за собой право далее детализировать особенности каждого из видов деятельности профессионалов на финансовом рынке (рынке ценных бумаг). Итак, под профессионалами финансового рынка (рынка ценных бумаг) мы будем понимать юридических лиц или индивидуальных предпринимателей<sup>29</sup>, которые оказывают профессиональные услуги на финансовом рынке и чья основная деятельность связана исключительно и непосредственно с финансовым рынком, отвечающие установленным требованиям и осуществляющие свою де-

---

<sup>29</sup> Организационная правовая форма зависит от вида деятельности профессионала на финансовом рынке и устанавливается согласно требованиям нормативно-правовых актов в соответствующей сфере.



тельность на основе разрешительного принципа (наличие лицензии, внесение государственным регулятором в сфере финансового рынка в реестр и пр.).

Поскольку в настоящий момент присутствует тенденция универсализации деятельности профессионалов на финансовом рынке, а взаимопроникновение операций, проводимых в разных его сегментах крайне высоко, детально рассмотрим суть деятельности профессионалов, действующих непосредственно на рынке ценных бумаг, а затем в форме краткого глоссария коснемся некоторых видов деятельности профессионалов, принадлежащих и другим сегментам финансового рынка, но непосредственно связанных с рынком ценных бумаг.

В соответствии с российским законодательством профессионалами финансового рынка (в том числе рынка ценных бумаг) выступают некредитные финансовые организации (их полный перечень приведен в Федеральном законе «О центральном банке РФ (Банке России)» от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ в ст. 76.1).

К числу некредитных финансовых организаций, чья профессиональная деятельность непосредственно связана с рынком ценных бумаг, относятся лица, осуществляющие следующие виды деятельности:

- профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- управляющих компаний инвестиционного фонда, ПИФа и НПФа;
- специализированных депозитариев инвестиционного фонда, ПИФа и НПФа;
- акционерных инвестиционных фондов;
- клиринговую деятельность;
- деятельность по осуществлению функций центрального контрагента;
- деятельность организатора торговли;
- деятельность центрального депозитария;
- негосударственных пенсионных фондов;
- операторов финансовой платформы.

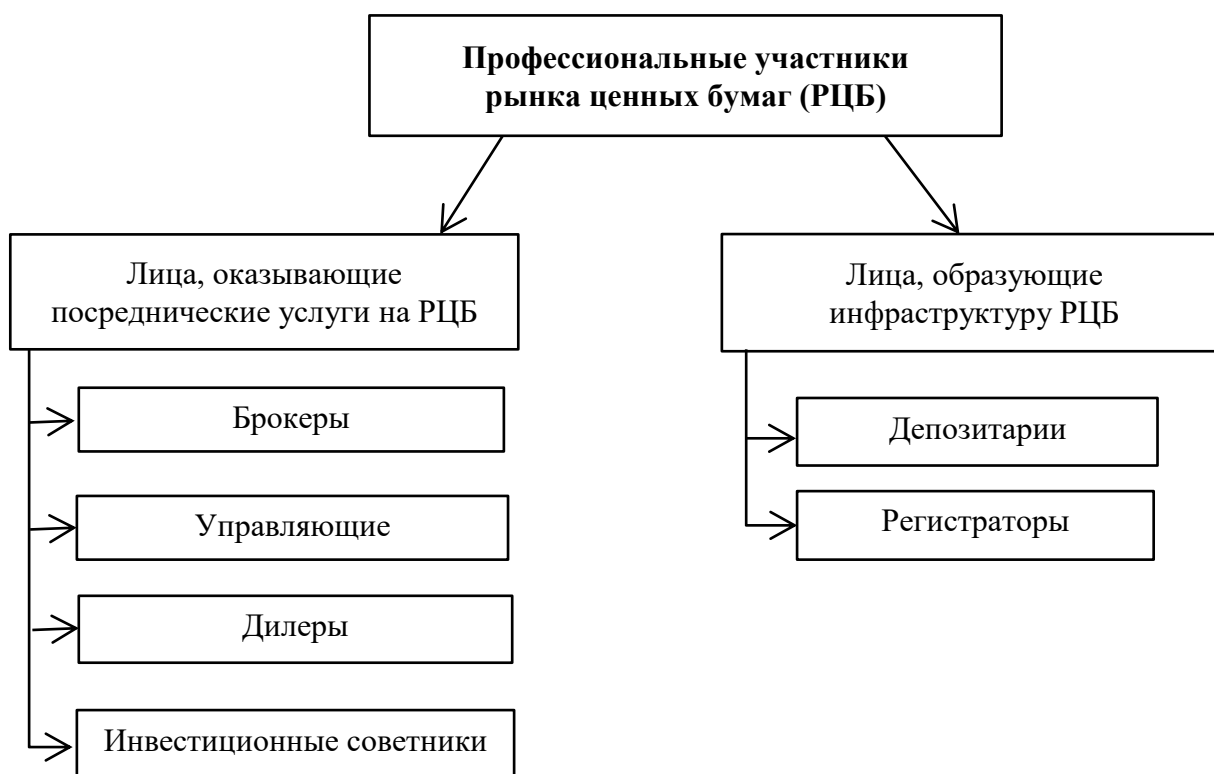
**Профессиональные участники рынка ценных бумаг.** Одной из ключевых и первоначально возникших на российском фондовом рынке видов профессионалов являются профессиональные участники рынка ценных бумаг (рис. 10). Основная цель деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг является предоставление квалифицированных транзитивных посреднических услуг эмитентам и инвесторам на рынке ценных бумаг, а также организация инфраструктуры рынка.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» профессиональные участники рынка ценных бумаг — это юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации и осуществляющие следующие виды деятельности: брокерская, дилерская, деятельность по управлению ценными бумагами, депозитарная деятельность, деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, а также лица, которые осуществляют деятельность по инвестиционному консультированию<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

Как уже было отмечено, на рынке ценных бумаг происходит перманентный процесс движения капитала, обусловленный перераспределением инвестиционных ресурсов между эмитентами и инвесторами. Эмитенты и инвесторы не в состоянии самостоятельно поддерживать успешное осуществление кругооборота средств на рынке, им необходимы посредники, благодаря деятельности которых поддерживается движение капиталов в экономике. Поскольку именно посредники обеспечивают выполнение перераспределительной функции рынка ценных бумаг, посредничество является сущностным и образующим его элементом. Посреднические институты рынка ценных бумаг осуществляют трансформацию сроков и объемов инвестиционных ресурсов, деятельность посредников способствует оптимизации временных издержек поставщиков и потребителей финансовых ресурсов, снижению рисков, присущих совершаемым сделкам, обеспечению ликвидности.



**Рис. 10. Виды профессиональных участников  
российского рынка ценных бумаг**

К числу посреднических институтов рынка ценных бумаг относятся:

- брокеры (лица, осуществляющие брокерскую деятельность);
- управляющие (лица, осуществляющие деятельность по управлению ценными бумагами);
- инвестиционные советники (лица, осуществляющие деятельность по инвестиционному консультированию);
- дилеры (лица, осуществляющие дилерскую деятельность).

**Брокерская деятельность** — это деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и/или по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, по поручению клиента, от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом<sup>31</sup>.

Резюмируем: брокер — это то лицо, которое приобретает и продает ценные бумаги для клиента, по поручению клиента, но не для себя.

Клиентами брокера могут являться юридические и физические лица. С ними брокер заключают договор о брокерском обслуживании.

Следует отметить, что на сегодняшний день широкое распространение среди всех способов инвестирования с использованием механизма рынка ценных бумаг получило именно самостоятельное инвестирование через посреднические услуги брокеров. Основное достоинство самостоятельного инвестирования заключается в том, что издержки, которые несет клиент-инвестор, минимальны (выплата комиссии брокеру за предоставление посреднических услуг). Инвестиционные решения с учетом уровня принимаемого риска, инвестор принимает самостоятельно.

Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и в порядке их поступления. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера (при совмещении им деятельности брокера и дилера). Если возникает конфликт интересов брокера и его клиента и это ведет к причинению клиенту убытков, брокер обязан возместить их.

Денежные средства клиентов, переданные ими брокеру для совершения сделок с ценными бумагами, а также денежные средства, полученные брокером по таким сделкам, должны находиться на отдельном банковском счете (специальный брокерский счет).

Брокер обязан вести учет денежных средств каждого клиента, находящегося на специальном брокерском счете, и отчитываться перед ним. На денежные средства клиентов на специальном брокерском счете не может быть обращено взыскание по обязательствам брокера. Соответственно, брокер не вправе зачислять собственные денежные средства на специальный брокерский счет, за исключением случаев их возврата клиенту или предоставления ему займа.

Брокер вправе предоставлять клиенту в заем денежные средства и/или ценные бумаги для совершения сделок купли-продажи ценных бумаг при условии предоставления клиентом обеспечения (в качестве обеспечения принимаются только ценные бумаги, принадлежащие клиенту и/или приобретаемые брокером для клиента по маржинальным сделкам). Сделки, совершаемые с ис-

---

<sup>31</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

пользованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту, называются маржинальными.

Таким образом, к функциям брокера на фондовом рынке можно отнести следующие:

- предоставление услуг по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами клиентам-инвесторам, с которыми заключен договор о брокерском обслуживании;
- определение инвестиционного статуса клиента;
- учет и контроль бюджета клиента, находящегося на брокерском счете;
- предоставление услуг по повышению финансовой грамотности клиента;
- техническое осуществление сделок по купле-продаже ценных бумаг в соответствии с распоряжением клиента;
- передача денежных средств и ценных бумаг клиенту в заем для проведения сделки купли-продажи ценных бумаг.

В случае если инвестор, по причине недостаточности знаний в области финансового рынка и должного опыта либо по какому-либо другому основанию, не желает принимать активного участия в процессах инвестирования своего свободного капитала, он может воспользоваться услугами доверительного управления. Услуга представляет собой передачу денежных средств или ценных бумаг управляющему, получающему за свои услуги комиссию. Инвестор владеет активами на праве собственности, в то время как управляющий распоряжается ими в пределах своих полномочий.

В соответствии с Федеральным законом о рынке ценных бумаг **деятельность по управлению ценными бумагами** — это деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для совершения сделок с ценными бумагами и/или заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами<sup>32</sup>.

Лицо, передающее денежные средства или ценные бумаги в доверительное управление, именуется учредителем доверительного управления. Причем право собственности на ценные бумаги, передаваемые в управление, к управляющему не переходит. У инвестора-учредителя управления имеется возможность оказывать влияние на действия управляющего как минимум посредством выбора инвестиционной стратегии. Минимальный размер инвестируемого капитала зависит от политики управляющей компании. В отличие от брокерского обслуживания инвестор получает индивидуальную стратегию и профессиональное управление портфелем с использованием механизмов хеджирования для максимизации прибыли.

Управляющий и учредитель доверительного управления заключают договор доверительного управления с приложением персональной инвестиционной декларации, содержащей указание классов активов, которые разрешено исполь-

---

<sup>32</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

зовать управляющему, возможность маржинальной торговли, коротких сделок, желаемую доходность и допустимый уровень риска, срок инвестирования.

Управляющий обязан осуществлять учет ценных бумаг, являющихся объектом доверительного управления, по каждому договору доверительного управления.

Иными словами, деятельность по управлению ценными бумагами есть набор процедур по доверительному управлению имуществом, принадлежащим учредителю управления, в соответствии с его интересами. В результате чего учредитель доверительного управления получает доход (с высокой долей вероятности в большем размере, нежели получил бы при самостоятельном вложении своих свободных финансовых ресурсов, без привлечения управляющего-профессионала). Управляющий получает вознаграждение за проведение операций по управлению переданным в доверительное управление имуществом.

Следует подчеркнуть, что особенностью доверительного управления является отсутствие гарантий получения дохода и будущей эффективности инвестиций и, соответственно, существование риска уменьшения стоимости ценных бумаг, переданных в доверительное управление.

Поскольку для инвестора, выбирающего из двух рассмотренных способов инвестирования (самостоятельное инвестирование через брокера и передача капитала в доверительное управление), очевидно, существуют свои сильные и слабые стороны, определим их с позиций инвестора.

К преимуществам самостоятельного инвестирования через брокера относятся:

- минимизация издержек поскольку комиссионное вознаграждение брокера существенно ниже комиссий управляющих на рынке ценных бумаг;
- инвестор не ограничен в выборе объекта инвестирования и структуры портфеля в рамках доступных для данной категории инвесторов инструментов;
- отсутствие ограничений на размер первоначального капитала;
- большое количество брокеров позволяют своим клиентам бесплатно пользоваться их аналитическими материалами, проводят регулярные обучающие семинары для начинающих инвесторов;
- бóльшая степень осознанности инвестирования по сравнению с доверительным управлением, так как инвестор сам принимает инвестиционные решения и принимает риски, т. е. осознает, какими активами владеет, как изменяется их стоимость, какие платит комиссии и налоги.

Недостатки самостоятельного инвестирования через брокера следующие:

- невозможность проведения анализа активов и построения стратегии управления своим портфелем такого же качества, как у команды профессионалов — управляющих на рынке ценных бумаг;
- невозможность составить диверсифицированный портфель, имея небольшой капитал;
- для доступа к ценным бумагам, торгующихся на иностранных фондовых биржах, необходимо получение статуса квалифицированного инвестора;

- существенные временные издержки для анализа активов и принятия инвестиционных решений, ребалансировки портфеля;
- необходимость ежегодно оплачивать налог на прибыль и налог на доходы физических лиц от сделок с активами; необходимость в случае получения дивидендов по иностранным ценным бумагам подавать налоговую декларацию;
- необходимость обладать как минимум базовыми знаниями в сфере экономики, финансовых инструментов и налогов;
- высокая степень риска потери капитала из-за кажущейся легкости процесса инвестирования и желания заработать, отсутствие объективной оценки.

Доверительное управление в целом имеет ряд преимуществ по сравнению с самостоятельным инвестированием через брокера (рис. 11).

Минусы доверительного управления могут рассматривать как прямое следствие его плюсов. Так, среди слабых сторон доверительного управления можно выделить:

- высокие размеры вознаграждения управляющему, поскольку стратегия управления формируется индивидуально для инвестора;
- управляющий не обязан заключать сделки с ценными бумагами по лучшим для инвестора ценам, при расторжении договора управляющая компания осуществляет продажу активов клиента в удобное для себя, а не наиболее выгодное для клиента время, если на счете инвестора не хватает денежных средств для оплаты комиссии управляющей компании, то она имеет право конвертировать валюту или продать ценные бумаги клиента, даже если для клиента это крайне невыгодно;
- слабое влияние инвестора на проводимые от его имени сделки;
- невозможность быстрого вывода средств из управляющей компании: инвестор должен подать письменный запрос, после чего ожидать до десяти дней;
- не все стратегии доступны для неквалифицированных инвесторов;
- невозможность оперативной смены инвестиционной стратегии;
- сложность в выборе профессионального управляющего, риск доверить средства недостаточно компетентным лицам.



**Рис.11. Преимущества доверительного управления в сравнении с самостоятельным инвестированием через брокера**

Одним из вариантов минимизации ряда перечисленных недостатков самостоятельного инвестирования при нежелании заключать договор доверительного управления является использование услуг инвестиционного советника. **Деятельностью по инвестиционному консультированию** признается оказание консультационных услуг в отношении ценных бумаг, сделок с ними и/или заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, путем предоставления индивидуальных инвестиционных рекомендаций<sup>33</sup>.

В качестве инвестиционного советника выступает профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по инвестиционному консультированию и являющийся юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем, входящий в состав членов саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей инвестиционных советников, и включенный в единый реестр инвестиционных советников.

Инвестиционный советник дает индивидуальные инвестиционные рекомендации, связанные с операциями с ценными бумагами, в соответствии с инвестиционным профилем клиента, учитывая его индивидуальные цели и финансовые возможности. Под инвестиционным профилем понимается информация о доходности от операций с финансовыми инструментами, на которую рассчитывает клиент-инвестор, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом риске убытков от таких операций, если клиент не является квалифицированным инвестором. Для определения инвестиционного профиля клиента инвестиционный советник должен запросить у клиента необходимую информацию. При этом инвестиционный советник не обязан проверять достоверность представленной информации.

Деятельность по инвестиционному консультированию, как правило, совмещается с другой профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, поэтому брокер при наличии статуса инвестиционного советника может также предоставлять инвестору индивидуальные инвестиционные рекомендации. Между инвестиционным советником и инвестором заключается договор об инвестиционном консультировании.

Индивидуальная инвестиционная рекомендация должна включать в себя описание ценной бумаги и планируемой с ней сделки, описание рисков, связанных с соответствующей ценной бумагой или другим производным финансовым инструментом, сделкой с ценной бумагой и пр., а также указание на наличие конфликта интересов у инвестиционного советника, имеющего место при оказании услуг, либо на его отсутствие<sup>34</sup>.

Следует подчеркнуть, что не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией предоставление информации профессионалом рынка ценных бумаг о своих услугах, доступная широкому кругу лиц, а также информация,

---

<sup>33</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

<sup>34</sup> Там же.

связанная с финансовыми инструментами, если лицо, которому предоставляется такая информация, является квалифицированным в силу закона инвестором и информация содержит прямое указание на то, что она не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Использование услуг инвестиционных советников позволяет нивелировать отсутствие опыта и компетенции частного инвестора, снизить временные издержки и при этом нести не больше расходов, чем при использовании услуг доверительного управления.

Одним из вариантов взаимодействия клиента (частного инвестора) и брокера либо клиента (частного инвестора) и управляющего при осуществлении инвестирования на рынке ценных бумаг является использование индивидуальных инвестиционных счетов. Индивидуальный инвестиционный счет (ИИС) — специальный тип брокерского счета или счета доверительного управления, позволяющий получить налоговые льготы при соблюдении определенных ограничений. И брокерский ИИС, и ИИС доверительного управления предполагают одинаковую возможность получения одного из двух налоговых вычетов по налогу на доходы с физических лиц:

1. Вычет типа «А» (вычет на взнос) предоставляет частному инвестору возможность получать 13 % от суммы, внесенной на ИИС в течение года, но не более 52 тыс. р. в год. Инвестору возвращается часть налога на доход физических лиц, уплаченного им в течение года. Этот вариант вычета подходит для частных инвесторов, имеющих официальный доход, от которого уплачивается налог на доходы с физических лиц (НДФЛ), и не планирующих вести ежедневную активную торговлю с финансовыми инструментами на крупную сумму. С января 2021 г. для получения вычета данного типа необходимо иметь доходы из основной налоговой базы (заработная плата, доходы в виде дарения (кроме ценных бумаг), доходы в виде выплат по страховым и пенсионным программам), т. е. вычет типа «А» больше нельзя получить, имея лишь доходы от инвестиционной деятельности, за которые инвестор платил НДФЛ<sup>35</sup>.

2. Вычет типа «Б» (вычет на доход) позволяет освободить частного инвестора от уплаты налогов на весь доход от продажи активов, полученный инвестором за все время действия ИИС. Данный тип вычета целесообразно использовать тем частным инвесторам, которые не имеют дохода, за который предусмотрены отчисления НДФЛ, например, домохозяйкам, а также активным трейдерам, совершающим большое количество сделок с ценными бумагами<sup>36</sup>.

Отличия и особенности брокерского счета с ИИС и счета доверительного управления с ИИС такие же, как у данных видов счетов без ИИС. Единственное

---

<sup>35</sup> О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации в части налогообложения доходов физических лиц, превышающих 5 миллионов рублей за налоговый период : федер. закон РФ от 23 нояб. 2020 г. № 372-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>36</sup> Керим-Датовна Д. Г. Индивидуальные инвестиционные счета – новый инструмент российского финансового рынка // Гуманитарный вестник. 2016. № 3. С. 4.



дополнительное преимущество самостоятельного инвестирования с использованием брокерского счета состоит в том, что при открытии брокерского счета с ИИС не требуется его пополнение, при открытии же ИИС с доверительным управлением при открытии счета обычно требуется внесение средств. Данное преимущество позволяет частному инвестору сократить время нахождения средств на счете, увеличив таким образом доходность инвестиций.

Итак, использование ИИС дает два очевидных преимущества для частных инвесторов. Для получения данных преимуществ частные инвесторы должны выполнять ряд ограничений:

- минимальный срок существования ИИС для получения налоговых вычетов составляет три года, вывод средств с ИИС раньше этого срока ведет к потере вычетов и закрытию счета;
- максимальная сумма, которая может быть внесена на ИИС в течение года, составляет 1 млн р.;
- на одно физическое лицо может быть открыт только один ИИС;
- невозможность внесения на счет иностранной валюты и ценных бумаг, ИИС можно пополнить только денежными средствами в валюте РФ.

Несмотря на несомненные преимущества использования ИИС, данные счета имеют определенные недостатки по сравнению с обычными счетами, не предусматривающих данных налоговых вычетов (табл. 3).

Таблица 3

### Преимущества и недостатки инвестирования через ИИС

Преимущества ИИС	Недостатки ИИС
<p>1. Наличие права получения налоговых вычетов, существенно увеличивающих доходность инвестиций по сравнению с использованием обычных брокерских услуг и услуг доверительного управления</p> <p>2. Отложенное налогообложение — инвестор обязан уплатить налог на доходы физических лиц при выборе вычета типа «А» только при закрытии счета</p> <p>3. Удобный и понятный функционал ИИС (функциональные характеристики и возможности во многом схожи с брокерским счетом)</p>	<p>1. Брокерский счет с ИИС, как правило, содержит более ограниченный набор инструментов для инвестирования в сравнении со стандартным брокерским счетом. В частности, некоторые брокеры позволяют приобретать на ИИС только ценные бумаги российских эмитентов и государственные и муниципальные облигации РФ</p> <p>2. Не допускается даже частичное снятие средств с ИИС при длительном периоде нахождения денежных средств на счете (три года)</p> <p>3. Появляется ежегодная обязанность подачи налоговой декларации (3-НДФЛ) при подаче заявления на получение вычета типа «А»</p> <p>4. Максимальная сумма, которую можно внести на ИИС в течение одного года, — 1 млн р.</p> <p>5. Для ИИС доверительного управления дополнительными недостатками будут являться следующие:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– невозможность полного индивидуального подхода к управлению капиталом инвестора в связи с ограничением по внесению средств</li> <li>– набор инвестиционных стратегий существенно уже</li> </ul>

**Дилерская деятельность** представляет собой совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам<sup>37</sup>.

Кроме цены дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и/или продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены.

Рассматривая суть дилерской деятельности, мы сталкиваемся с понятием «маркетмейкер», означающим дилера, осуществляющего свою деятельность на бирже и поддерживающего биржевой рынок определенной ценной бумаги (определенных ценных бумаг). Он обеспечивает ее ликвидность, определяет текущие цены на конкретные поддерживаемые ценные бумаги в зависимости от складывающегося спроса и предложения на них. Маркетмейкер является участником торгов, который на основании договора, одной из сторон которого является организатор торговли, принимает на себя обязательства по поддержанию цен, спроса, предложения и объема торгов финансовыми инструментами.

Таким образом, ключевыми аспектами в деятельности дилера на рынке ценных бумаг является поддержание ликвидности финансовых инструментов, а также выполнение следующей важной функции: принимая на себя обязательство по приобретению или реализации финансового инструмента по заранее известной цене, он участвует в формировании справедливого уровня цен в рамках биржевых торгов.

Дилеры объявляют котировки (цены покупки и продажи) на ценные бумаги, тем самым принимая на себя обязательства заключать сделки именно по этим ценам. Существенный момент заключается в том, что дилер не просто совершает покупку-продажу бумаг за свой счет, но делает это именно путем публичного объявления котировок.

Дилеру необходимо указать существенные условия котировки, к которым относятся:

- цена предложения и цена спроса;
- максимально и минимально допустимое количество ценных бумаг (лот);
- срок действия указанной котировки.

Дилеры могут выставлять двусторонние котировки (объявляются и цены покупки, и цены продажи, если дилер готов и покупать, и продавать данную ценную бумагу) и односторонние (объявляется только одна цена —покупки либо продажи).

Основными функциями дилера как маркетмейкера являются:

- поддержание цен на ценные бумаги в связи с размещением и обращением ценных бумаг;

---

<sup>37</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

– поддержание цен в связи с осуществлением выкупа, приобретения акций, погашения инвестиционных паев ЗПИФов;

– поддержание цен, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой.

Таким образом, функционирование рынка ценных бумаг связано с осуществлением его профессиональными участниками посреднической деятельности на рынке. Как мы выяснили, это в первую очередь брокерская деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами, деятельность по инвестиционному консультированию, а также дилерская деятельность. Функционирование же институтов финансовых рынков и их взаимодействие в целях реализации основных задач рынка обеспечивается одним из составных элементов этого рынка, а именно инфраструктурой рынка ценных бумаг.

При этом инфраструктура рынка ценных бумаг может быть определена в качестве специализированной субстанции, обеспечивающей деятельность профессиональных участников на финансовых рынках и оказывающей последним необходимые услуги. Инфраструктура рынка ценных бумаг включает в себя депозитарно-регистраторскую систему (учетную систему), расчетно-клиринговую систему, биржевые и внебиржевые торговые системы. В расширенном понимании сюда также можно включить аудиторскую инфраструктуру, информационную инфраструктуру (рейтинговые и информационные агентства)<sup>38</sup>.

Инфраструктурными институтами рынка ценных бумаг, относящимися к профессиональным участникам и образующими учетную систему, являются:

- депозитарии — лица, осуществляющие депозитарную деятельность;
- регистраторы (держатели реестра) — лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Учетная система представляет собой некую финансовую «подотрасль», которая учитывает права на ценные бумаги как на имущество и закрепленные ценными бумагами права кредиторов в отношении должников. Под учетной системой на рынке ценных бумаг понимается совокупность учетных институтов — организаций, осуществляющих депозитарную деятельность, а также организаций, осуществляющих деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

**Депозитарной деятельностью** признается оказание услуг по учету и переходу прав на бездокументарные ценные бумаги и обездвиженные документарные ценные бумаги, а также по хранению обездвиженных документарных ценных бумаг при условии оказания услуг по учету и переходу прав на них и по учету цифровых прав<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Адамова К. Р. Формирование учетно-расчетной инфраструктуры российского финансового рынка: внутренние интеграционные процессы и место в глобальной фондовой архитектуре // Рынок ценных бумаг. 2013. № 15. С. 63.

<sup>39</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

Депозитарий, осуществляющий расчеты по результатам сделок, совершенных на торгах организаторов торговли, именуется расчетным депозитарием.

Лицо, пользующееся услугами депозитария по учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом.

Между депозитарием и депонентом заключается депозитарный договор, регулирующий их отношения в процессе депозитарной деятельности (договор о счете депо). Заключение депозитарного договора не влечет за собой перехода к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента.

Депоненту открывается счет депо в депозитарии. На данном счете учитываются принадлежащие депоненту ценные бумаги в штуках, а также отражаются приходно-расходные операции с ценными бумагами.

Депозитарий совершает операции с ценными бумагами только по поручению депонента. Депозитарий осуществляет ведение отдельного счета депо для каждого депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету.

**Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг** признаются сбор, фиксация, обработка, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг или реестр акций непубличного акционерного общества в виде цифровых финансовых активов, и предоставление информации из таких реестров<sup>40</sup>.

Реестр владельцев ценных бумаг — это формируемая на определенный момент времени система записей о лицах, которым открыты лицевые счета (зарегистрированные лица), записей о ценных бумагах, учитываемых на указанных счетах, записей об обременении ценных бумаг и т. д.

Держателем реестра являются регистраторы (ими могут быть исключительно юридические лица) на основании договора с эмитентом. Держатель реестра и эмитент заключают договор на ведение реестра. Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Держатель реестра проводит операции в реестре, связанные с переходом прав на ценные бумаги, на основании распоряжения зарегистрированного лица о передаче ценных бумаг. Регистратор обязан:

- открывать и вести лицевые счета в реестре;
- информировать зарегистрированных лиц по их требованию о правах, закрепленных ценными бумагами, способах и порядке осуществления этих прав;
- проводить операции в реестре только по распоряжению зарегистрированных лиц;
- в течение трех рабочих дней исполнить распоряжение зарегистрированного лица о проведении операции по лицевому счету;
- по требованию зарегистрированного лица предоставить выписку из реестра по его лицевому счету и пр.

---

<sup>40</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

Регистратор, осуществляющий ведение реестра владельцев эмиссионных ценных бумаг, вправе привлекать для выполнения части своих функций иных регистраторов, депозитариев и брокеров. Такие лица носят название трансфер-агенты.

Трансфер-агенты действуют от имени и за счет регистратора на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с регистратором, а также выданной им доверенности. При осуществлении своей деятельности трансфер-агенты обязаны указывать, что они действуют от имени и по поручению регистратора.

В случаях, предусмотренных договором и доверенностью, трансфер-агенты вправе:

- принимать документы, необходимые для проведения операций в реестре;
- передавать зарегистрированным и иным лицам выписки по лицевым счетам, уведомления и иную информацию из реестра, которые предоставлены регистратором.

Трансфер-агенты обязаны:

- принимать меры по идентификации лиц, подающих документы, необходимые для проведения операций в реестре;
- обеспечивать доступ регистратора к своей учетной документации по его требованию;
- соблюдать конфиденциальность информации, полученной в связи с осуществлением функций трансфер-агента;
- осуществлять проверку полномочий лиц, действующих от имени зарегистрированных лиц;
- удостоверять подписи физических лиц в порядке, предусмотренном Банком России.

Существование учетной системы рынка ценных бумаг обусловлена следующей ключевой особенностью современных развитых финансовых рынков: практически весь оборот ценных бумаг происходит в безналичной форме (бездокументарные ценные бумаги), и, следовательно, институты, регистрирующие этот оборот и фиксирующие права на ценные бумаги, являются неотъемлемой частью, позволяющей находиться ценным бумагам в обращении.

**Прочие некредитные финансовые организации, чья деятельность непосредственно связана с рынком ценных бумаг.** Несмотря на то что некоторые некредитные финансовые организации не относятся к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, их деятельность принципиально необходима для функционирования фондового рынка. Так, рассмотрим простой пример: расчеты по каждой сделке, заключенной на рынке ценных бумаг, состоят из двух частей: из расчетов, связанных с изменением и переходом прав на ценные бумаги, и расчетов по денежным средствам. В первой части мы имеем дело с функционированием учетной системы (см. выше). Во второй части подключается механизм расчетной инфраструктуры. Разделить эти две составляющие

расчетов по сделкам на рынке ценных бумаг не представляется возможным. В этой связи целесообразно рассмотреть институты расчетной инфраструктуры рынка ценных бумаг, к которым относятся клиринговые организации и центральный контрагент.

Проследим последовательную цепочку искомых понятий. Так, клиринговая организация — это юридическое лицо, имеющее право осуществлять клиринговую деятельность на основании лицензии на осуществление клиринговой деятельности. В свою очередь, клиринговая деятельность — деятельность по оказанию клиринговых услуг в соответствии с утвержденными клиринговой организацией правилами клиринга, зарегистрированными в установленном порядке Банком России. Клиринговая услуга — услуга по осуществлению клиринга. И наконец, клиринг представляет собой определение подлежащих исполнению обязательств, возникших из договоров, в том числе в результате осуществления неттинга обязательств, и подготовку документов, являющихся основанием прекращения и/или исполнения таких обязательств, а также обеспечение исполнения таких обязательств<sup>41</sup>.

По сути, клиринг представляет собой регулярные безналичные расчеты по сделкам с ценными бумагами. При клиринге вместо нескольких платежей происходит взаимозачет требований и обязательств.

Определим место центрального контрагента в расчетной инфраструктуре рынка ценных бумаг. Центральный контрагент выступает посредником между сторонами сделки, т. е. продавцом для первоначального покупателя и покупателем для первоначального продавца, которые заменяют свои договорные отношения друг с другом соответствующими договорами с центральным контрагентом. А последний в связи с этим гарантирует исполнение обязательств в рамках заключаемых участниками сделок.

Использование указанного механизма ставит центрального контрагента в уникальное положение, поскольку он осуществляет прямое взаимодействие с каждым из торговых контрагентов, и, следовательно, несет контрагентский риск по операциям с каждым из них. Это обстоятельство побуждает центрального контрагента осуществлять тщательный мониторинг деятельности контрагентов. Участники рынка, в отличие от центрального контрагента, в данной форме существования клиринга не зависят от кредитоспособности кого-либо, за исключением самого центрального контрагента, что существенно снижает для них издержки мониторинга рисков<sup>42</sup>.

Институт центрального контрагента как основной элемент клиринговой системы играет ключевую роль в эффективном функционировании инфра-

---

<sup>41</sup> О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте : федер. закон РФ от 7 февр. 2011 г. № 7-ФЗ : (ред. от 2 июля 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>42</sup> Уткин В. С. Сущность деятельности и роль центральных контрагентов на современном финансовом рынке // Финансы и кредит. 2009. № 40. С. 66.

структуры организованного рынка ценных бумаг и финансовой системы в целом. Благодаря участию центрального контрагента инфраструктура рынка ценных бумаг обеспечивает гармоничное исполнение сделок с финансовыми инструментами посредством определения взаимных обязательств, производства расчетов и прекращения обязательств, в том числе посредством зачета и неттинга. Лицо, осуществляющее функции центрального контрагента, обеспечивает финансовую стабильность организованного рынка ценных бумаг посредством минимизации системного риска, являющегося основным источником угрозы его нормального функционирования. Клиринговая система с участием центрального контрагента позволяет управлять различными рисками, возникающими при совершении сделок с ценными бумагами, за счет создания специальной конструкции исполнения обязательства на финансовом рынке. Развитая инфраструктура рынка ценных бумаг, благодаря уменьшению риска неисполнения обязательства со стороны участника рынка, обеспечивающего надлежащее исполнение сделки, позволяет рынку ценных бумаг оставаться ликвидным даже в период финансовой нестабильности<sup>43</sup>.

Организатор торговли, так же как и клиринговые организации и центральный контрагент, не являясь профессиональным участником рынка ценных бумаг, относится к некредитным финансовым организациям — профессионалам финансового рынка, образующим торговую инфраструктуру и выполняющим важнейшие функции на рынке ценных бумаг.

В соответствии с Федеральным законом «Об организованных торгах» от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ организатор торговли — лицо, оказывающее услуги по проведению организованных торгов на товарном и/или финансовом рынках на основании лицензии биржи или лицензии торговой системы<sup>44</sup>. В свою очередь, организованные торги представляют собой торги, проводимые на регулярной основе по установленным правилам, предусматривающим порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи товаров, ценных бумаг, иностранной валюты, договоров репо и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

На наш взгляд, неприменемое в настоящий момент в законодательстве определение деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг достаточно точно передает ее суть. А именно деятельностью по организации торговли признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и финансовыми инструментами между участниками рынка ценных бумаг.

Соответственно, для достижения целей своей деятельности организатор торговли должен публично предоставить информацию для всех лиц, желающих

---

<sup>43</sup> Ясус М. В. О роли центрального контрагента в эффективном функционировании инфраструктуры рынка ценных бумаг // Вестник СПбГУ. Сер. 14. 2012. Вып. 1. С. 59.

<sup>44</sup> Об организованных торгах : федер. закон РФ от 21 нояб. 2011 г. № 325-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

совершить операции с ценными бумагами. Организатор торговли на рынке ценных бумаг **обязан раскрыть следующую информацию** любому заинтересованному лицу:

- правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам;
- правила допуска к торгам ценных бумаг;
- правила заключения и сверки сделок;
- правила регистрации сделок;
- порядок исполнения сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование рынком;
- расписание предоставления услуг организатором торговли на рынке ценных бумаг;
- регламент внесения изменений и дополнений в вышеперечисленные позиции;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам.

Фондовая биржа выступает разновидностью организатора торговли и может рассматриваться как организация, предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен и распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг<sup>45</sup>.

Ранее в федеральном законе «О рынке ценных бумаг» было приведено следующее определение данного понятия. Фондовой биржей признавался организатор торговли на рынке ценных бумаг, отвечающий требованиям, установленным законом (требования к структуре капитала, участникам, совмещению данного вида деятельности с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг и т. д.). В качестве такого организатора торговли могло выступать некоммерческое партнерство, а также акционерное общество. На данный момент определение «фондовая биржа» исключено из законодательства. Теперь фондовая биржа попадает под определение биржи, указанное в федеральном законе «Об организованных торгах», в соответствии с которым биржей является организатор торговли, имеющий лицензию биржи. Биржей может являться только акционерное общество. Фирменное наименование биржи должно содержать слово «биржа»<sup>46</sup>. Деятельность фондовой биржи относится к лицензируемым видам деятельности.

Фондовая биржа выступает своеобразным институтом, задача которого состоит в организации оптовой торговли финансовыми инструментами путем разработки правил биржевой торговли.

В ст. 16 федерального закона «Об организованных торгах» содержатся специальные нормы, относящиеся к торгам на фондовой бирже. В частности, определяются категории лиц, которые имеют право быть участниками торгов. Участниками организованных торгов на фондовой бирже могут быть брокеры,

---

<sup>45</sup> Лялин В. А., Воробьев П. В. Рынок ценных бумаг : учебник. М. : Проспект, 2011. 398 с.

<sup>46</sup> Об организованных торгах : федер. закон РФ от 21 нояб. 2011 г. № 325-ФЗ.



дилеры, доверительные управляющие, а также управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, центральный контрагент и Банк России. Иные лица могут участвовать в торгах при посредничестве брокеров.

Правила проведения торгов на фондовой бирже в законодательстве не определены. Установление таких правил относится к компетенции самой биржи. Требования же к порядку проведения организованных торгов устанавливает Банк России.

К организованным торгам могут быть допущены ценные бумаги в процессе их размещения и обращения. Ценные бумаги допускаются к организованным торгам после прохождения процедуры листинга.

Фондовая биржа обязана обеспечить гласность и публичность проводимых торгов путем оповещения о месте и времени проведения торгов, списке и котировке ценных бумаг, допущенных к торгам, результатах торговых сессий. В то же время фондовая биржа имеет право определять размер и порядок взимания с участников торгов взносов, сборов и других платежей за оказываемые услуги, а также размер и порядок взимания штрафов за нарушение установленных ею правил. Однако биржа не вправе устанавливать размер вознаграждения, взимаемого участниками торгов за совершение биржевых сделок. Споры между участниками торгов на бирже, а также между ее членами и их клиентами рассматриваются судом, арбитражным судом и третейским судом<sup>47</sup>.

Далее в форме экономического глоссария коротко рассмотрим суть деятельности прочих некредитных финансовых организаций, обозначенных нами в перечне (см. выше), чье функционирование связано с рынком ценных бумаг.

Акционерный инвестиционный фонд — акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные настоящим федеральным законом, и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд»<sup>48</sup>.

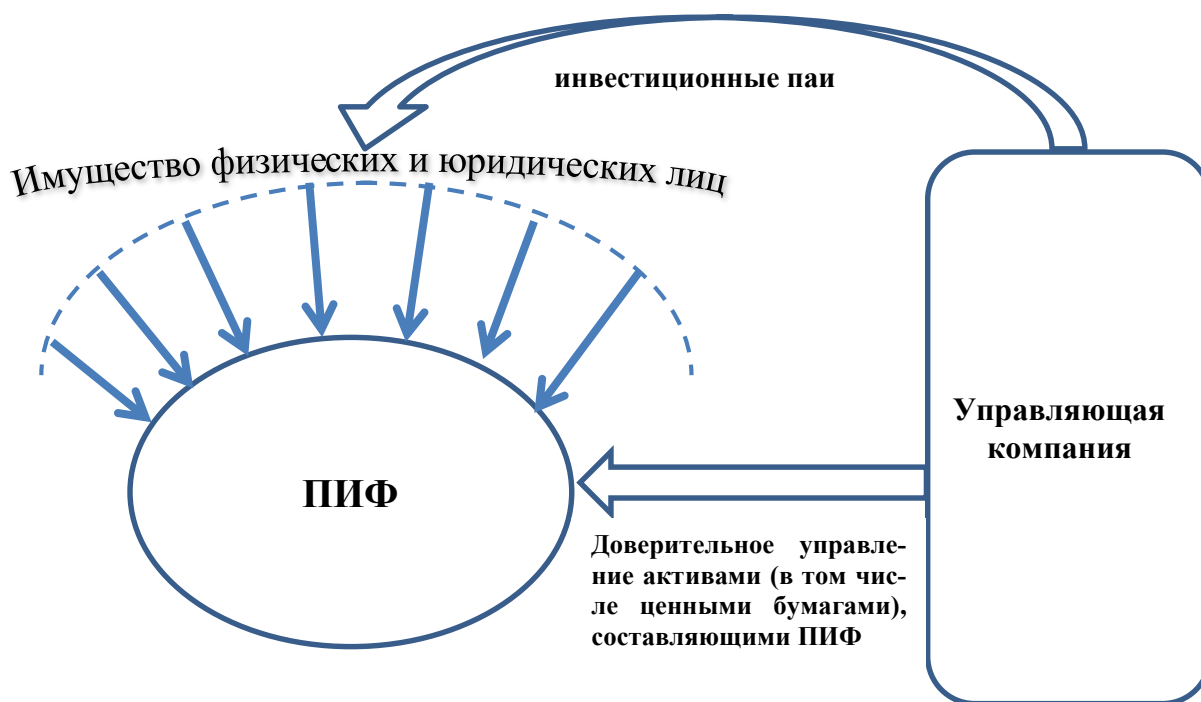
Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) — обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией (инвестиционный пай) (рис. 12)<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> Сычева А. А. Сущность и особенности функционирования фондовых бирж // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. 2015. № 23. С.134–138.

<sup>48</sup> Об инвестиционных фондах : федер. закон РФ от 29 нояб. 2001 г. № 156-ФЗ : (ред. от 2 июля 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>49</sup> Там же.



**Рис. 12. Пaeвой инвестиционный фонд (упрощенная схема)**

Функционирование паевых инвестиционных фондов как института коллективного инвестирования чрезвычайно важно для активизации инвестиционной деятельности в национальной экономике, характеризующейся в том числе недостаточностью ресурсов для финансирования дорогостоящих проектов в реальном секторе. Именно механизм ПИФа позволяет более простым и менее затратным способом, в сравнении с самостоятельным инвестированием и индивидуальным доверительным управлением, аккумулировать сбережения мелких инвесторов (в первую очередь, физических лиц) как источник инвестирования в российской экономике.

ПИФы являются «доступным» финансовым инструментом для большого количества частных инвесторов, не имеющих опыта инвестирования, но желающих увеличить свое благосостояние, а для предприятий — возможностью получения дополнительных ресурсов для развития на приемлемых условиях, зачастую более выгодных, чем в банках<sup>50</sup>.

В российской практике существуют открытые, закрытые, интервальные и биржевые ПИФы. Открытый ПИФ представляет собой фонд, в котором инвестор может подать заявку в управляющую компанию как на приобретение, так и на выкуп инвестиционного пая в любой рабочий день. Для интервального ПИФ устанавливаются определенные промежутки времени, в которые можно требовать выкупа инвестиционного пая у управляющей компании (например, два раза в год сроком на две недели). Закрытый ПИФ создается на конкретный, определенный срок, например, на семь лет. Это значит, что инвестиционные

<sup>50</sup> Бондарев А. А., Лихтер А. В. Паевые инвестиционные фонды: экономическая сущность и тенденции развития в российской экономике // Менеджмент социальных и экономических систем. 2017. № 2. С. 64.

паи закрытого ПИФа приобретаются только в момент формирования фонда. Соответственно, погашать паи можно только по истечении договора доверительного управления закрытым ПИФом (в нашем примере — семь лет). До истечения этого срока пайщик не может требовать выкупа пая у управляющей компании и вывести свои средства из фонда. Биржевой паевой инвестиционный фонд в общем смысле есть фонд, паи которого торгуются на бирже. Основные особенности биржевого ПИФа состоят в следующем:

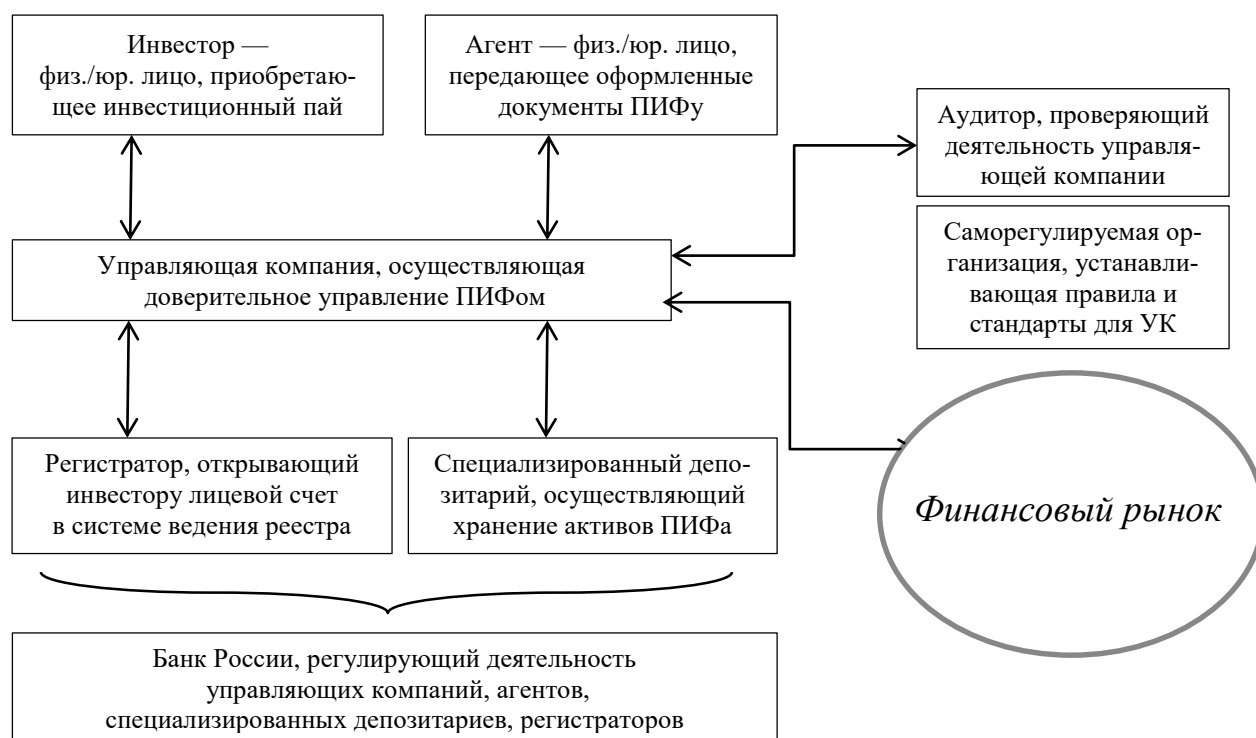
- заявку на выдачу инвестиционных паев фонда может подавать исключительно уполномоченное лицо, указанное в правилах доверительного управления таким фондом;
- инвестиционные паи такого фонда должны быть допущены к организованным торгам на российской бирже;
- должна быть установлена величина максимального отклонения цены покупки (продажи) инвестиционных паев, публично объявляемой маркетмейкером биржевого фонда на организованных торгах, проводимых биржей, от расчетной цены одного инвестиционного пая.

Условия договора доверительного управления ПИФом определяются управляющей компанией могут быть приняты учредителем доверительного управления только путем присоединения к указанному договору в целом. Присоединение к договору доверительного управления ПИФом осуществляется путем приобретения инвестиционных паев ПИФа, выдаваемых управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление этим ПИФом. Учредитель доверительного управления передает имущество управляющей компании для включения его в состав ПИФа с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления.

Организация деятельности и участники механизма функционирования ПИФа представлены на рис. 13.

Следует подчеркнуть, что имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, и имущество, составляющее ПИФ, должны учитываться в специализированном депозитарии.

Специализированный депозитарий — акционерное общество, общество с ограниченной ответственностью, имеющее лицензии на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Специализированный депозитарий относится к инфраструктурным институтам рынка ценных бумаг, который фиксирует и хранит активы, а также контролирует, как управляющая компания распоряжается имуществом ПИФов, НПФов и страховых компаний. Специализированный депозитарий контролирует соблюдение условий доверительного управления, в том числе состав и структуру активов ПИФов, НПФов, в которые управляющая компания вкладывает средства инвесторов.



**Рис. 13. Организация деятельности паевого инвестиционного фонда**

Так, в соответствии со ст. 44 федерального закона «Об инвестиционных фондах» деятельность специализированного депозитария включает деятельность по учету и хранению имущества, принадлежащего акционерному инвестиционному фонду, или имущества, составляющего ПИФ, согласованию правил доверительного управления ПИФом, утверждению отчета о прекращении ПИФа, осуществлению контроля за деятельностью акционерного инвестиционного фонда или управляющей компании акционерного инвестиционного фонда или ПИФа<sup>51</sup>.

Еще одним институтом коллективного инвестирования, схожего с паевым инвестиционным фондом является негосударственный пенсионный фонд — организация, исключительной деятельностью которой является негосударственное пенсионное обеспечение, в том числе досрочное негосударственное пенсионное обеспечение, и обязательное пенсионное страхование. Такая деятельность осуществляется фондом на основании лицензии на осуществление деятельности по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию<sup>52</sup>. НПФ играют важную роль в системе пенсионного обеспечения. Рассматривая выполняемые ими функции, следует подчеркнуть, что НПФ выступают в качестве социальных институтов и предоставляют возможность физическим лицам самостоятельно, или посредством заключения коллективных договоров у работодателя, обеспечить себе более высокие доходы по достижении пенсионного возраста, чем тот минимум, который гарантирует государство. Кроме того, НПФ выступают в роли специфических институтов финансового посредничества, аккумулирующих сбережения населения

<sup>51</sup> Об инвестиционных фондах : федер. закон РФ от 29 нояб. 2001 г. № 156-ФЗ : (ред. от 2 июля 2021 г.).

<sup>52</sup> О негосударственных пенсионных фондах : федер. закон РФ от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ : (ред. от 2 июля 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

для осуществления долгосрочных инвестиций. Выполняя функцию института коллективного инвестирования, НПФ принимает пенсионные взносы, инвестирует их в установленный законодательно перечень активов, а полученный доход распределяет среди участников данного НПФ. При этом немаловажен специфический инвестиционный аспект деятельности НПФ, так как это уникальный институт, отличающийся от других форм коллективного инвестирования возможностью вложения средств на несколько десятилетий. Также помимо вышеуказанных характеристик НПФ выполняет функцию защиты накоплений вкладчиков от прогнозируемой инфляции. Не менее важна функция фонда как профессионального аналитика и советника в вопросах управления корпоративной пенсионной программой. В этой роли функцией НПФ является мотивация работников, так как корпоративные пенсионные планы — один из механизмов управления персоналом, способствующий формированию лояльности сотрудников, привлечению и удержанию высококвалифицированных специалистов<sup>53</sup>.

Финансовая платформа — информационная система, которая обеспечивает взаимодействие финансовых организаций или эмитентов с потребителями финансовых услуг посредством сети интернет в целях обеспечения возможности совершения финансовых сделок и доступ к которой предоставляется оператором финансовой платформы<sup>54</sup>. То есть, иными словами, оператор финансовой платформы оказывает услуги, связанные с обеспечением возможности совершения финансовых сделок между потребителями финансовых услуг и финансовыми организациями или эмитентами с использованием финансовой платформы.

Оператор финансовой платформы содействует инвесторам — физическим лицам (потребителям финансовых услуг) в совершении финансовых сделок, во-первых, с финансовыми организациями, во-вторых, с эмитентами<sup>55</sup>. Механизм финансовой платформы упрощает, облегчает, ускоряет совершение частным инвестором таких сделок.

В перечень финансовых сделок, возможных к совершению в рамках финансовой платформы, входят сделки по предоставлению банковских услуг, страховых услуг, услуг на рынке ценных бумаг, сделки с финансовыми инструментами.

Финансовые платформы иначе называют финансовым маркетплейсом. Миссия маркетплейсов — сделать российский рынок экстерриториальным,

---

<sup>53</sup> Чурсина К. С. Негосударственные пенсионные фонды в Российской Федерации: сущность, механизмы функционирования и перспективы развития : диссертация к.э.н. : 08.00.10. Краснодар, 2007.

<sup>54</sup> О совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы : федер. закон РФ от 20 июля 2020 г. № 211-ФЗ : (ред. от 2 июля 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>55</sup> Финансовые организации — кредитные организации и некредитные финансовые организации, присоединившиеся к договору об оказании услуг оператора финансовой платформы в целях совершения финансовых сделок с потребителями финансовых услуг, в том числе от имени эмитентов. Имеются в виду эмитенты, присоединившиеся к договору об оказании услуг оператора финансовой платформы в целях совершения финансовых сделок в отношении ценных бумаг таких эмитентов с потребителями финансовых услуг, и эмитенты, финансовые сделки в отношении ценных бумаг которых совершают финансовые организации, действующие от имени этих эмитентов. Потребитель финансовых услуг — физическое лицо, присоединившееся к договору об оказании услуг оператора финансовой платформы в целях совершения финансовых сделок с финансовыми организациями и эмитентами.

предоставив физическому лицу доступ к широкому кругу финансовых услуг и продуктов из любой точки России, с одной стороны. С другой — предоставить участникам финансового рынка доступ к клиентской базе финансовой платформы, независимо от места нахождения финансового посредника.

Одной из первых финансовый маркетплейс (платформу «Финуслуги») запустила Московская биржа осенью 2020 г. Первым продуктом на площадке «Финуслуги» стали банковские депозиты. После регистрации и идентификации потребитель финансовых услуг имеет возможность удаленно открывать и пополнять вклады в разных банках, распределять полученные проценты и управлять счетами. Платформа дает возможность сравнить предложения от разных банков и финансовых организаций и выбрать наиболее привлекательные варианты вне зависимости от физического нахождения банка и клиента.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Дайте определение понятия «профессионал рынка ценных бумаг».
2. Назовите цель функционирования профессионалов рынка ценных бумаг.
3. Дайте характеристику некредитным финансовым организациям.
4. Перечислите виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.
5. Раскройте сущность брокерской деятельности на рынке ценных бумаг.
6. Что такое маржинальные сделки на рынке ценных бумаг?
7. Раскройте сущность деятельности по управлению ценными бумагами.
8. Сравните самостоятельное инвестирование через брокера и доверительное управление.
9. Что такое ИИС и особенности инвестирования через ИИС?
10. Раскройте сущность деятельности по инвестиционному консультированию.
11. Раскройте сущность дилерской деятельности.
12. Раскройте сущность депозитарной деятельности.
13. Раскройте сущность деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг.
14. Охарактеризуйте институты расчетной инфраструктуры рынка ценных бумаг (клиринговые организации и центральный контрагент).
15. Охарактеризуйте институты торговой инфраструктуры рынка ценных бумаг (организаторы торговли и фондовые биржи).
16. Рассмотрите организацию деятельности паевого инвестиционного фонда.
17. Раскройте сущность деятельности негосударственного пенсионного фонда.
18. Что такое финансовая платформа и ее место на финансовом рынке.

### **1.5.4. Регулирующие органы и организации**

Как было отмечено ранее, одной из основных задач, стоящих перед экономической системой любого государства, является стимулирование эффективного перераспределения финансовых ресурсов с целью формирования инве-

стиционных потоков, направляемых в различные сектора экономики. Одним из возможных путей организации подобного перераспределения является использование механизма рынка ценных бумаг. Как показывает обзор эволюции зарубежных и российского рынков ценных бумаг, инвестиционно направленное функционирование рынка ценных бумаг любого государства — обеспечение защиты прав собственности на ценные бумаги и прав на получение достоверной информации об объектах инвестирования и о профессионалах финансового рынка — невозможно без создания результативной системы его регулирования.

Система регулирования рынка ценных бумаг будет трактоваться нами как совокупность отношений, возникающих между регулирующей инфраструктурой и объектом регулирования и направленных на продуцирование регулятивных процедур, способствующих упорядочению и подчинению определенным стандартам функционирования рынка ценных бумаг<sup>56</sup>. Из данного определения, если его максимально упростить, следует, что объект регулирования — это «тот, кого регулируют», а регулирующая инфраструктура — «те, кто регулирует».

В качестве объекта регулирования выступает сам рынок ценных бумаг, а именно его участники (эмитенты, инвесторы и профессионалы), весь спектр реализуемых ими операций, а также совокупность финансовых инструментов, обращающихся на рынке.

Основной элемент регулирующей инфраструктуры рынка ценных бумаг — регулирующие органы и организации. В их число входят:

- государственные органы регулирования рынка ценных бумаг;
- саморегулируемые организации профессионалов финансового рынка;
- общественное регулирование (в частности, регулирование через формирование общественного мнения, выразителем которого выступают те или иные общественные объединения).

Целью функционирования системы регулирования рынка ценных бумаг, а значит, и регулирующих органов и организаций, является создание и поддержание функционирования устойчивого, эффективного прозрачного рынка, являющегося механизмом привлечения инвестиционных ресурсов в экономическую систему.

Рассмотрим особенности деятельности государственных органов регулирования рынка ценных бумаг. В первую очередь отметим, что в соответствии с федеральным законом «О рынке ценных бумаг» государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется:

- путем установления обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;
- государственной регистрации выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

---

<sup>56</sup> Звягинцева Н. А. Развитие системы регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации как механизма привлечения инвестиций : дис. на соискание степени д-ра экон. наук : 08.00.10. Иркутск, 2015. С. 138.

– лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

– создания системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

– запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии<sup>57</sup>.

В федеральном законе «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» отмечено, что Банк России является органом, осуществляющим регулирование, контроль и надзор за некредитными финансовыми организациями в сфере финансовых рынков и сфере их деятельности<sup>58</sup>.

Государственные органы регулирования рынка ценных бумаг в РФ подразделяются на три группы. В состав первой группы входят высшие органы государственной власти:

– Президент РФ и Администрация Президента РФ;

– Государственная дума РФ и Совет Федерации как высшая законодательная ветвь власти;

– Правительство РФ как высшая исполнительная ветвь власти.

Вторая группа представлена органами, осуществляющими непосредственное регулирование рынка ценных бумаг:

– Банк России как мегарегулятор финансового рынка;

– Министерство финансов РФ.

В качестве мегарегулятора Банк России выполняет следующие функции:

– обеспечивает устойчивое и стабильное функционирование финансового рынка (в том числе рынка ценных бумаг) Российской Федерации;

– обеспечивает эффективное управление рисками, возникающими на финансовых рынках (рынке ценных бумаг), в том числе оперативное выявление и противодействие кризисным ситуациям;

– осуществляет регулирование, контроль и надзор за деятельностью участников рынка ценных бумаг;

– устанавливает обязательные требования к операциям с ценными бумагами;

– устанавливает разрешительный порядок и осуществляет лицензирование различных видов деятельности профессионалов на рынке ценных бумаг, а также приостанавливает или аннулирует лицензии;

– обеспечивает регулирование, контроль и надзор за соблюдением эмитентами требований законодательства Российской Федерации об акционерных обществах и ценных бумагах, а также регулирование, контроль и надзор в сфере корпоративных отношений в акционерных обществах;

---

<sup>57</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

<sup>58</sup> О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : федер. закон РФ от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ : (ред. от 30 дек. 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».



– осуществляет регистрацию выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг, регистрацию отчетов об итогах выпусков эмиссионных ценных бумаг;

– обеспечивает создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;

– осуществляет защиту прав и законных интересов инвесторов и потребителей финансовых услуг и продуктов;

– принимает меры по противодействию неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

Регулятивные полномочия Министерства финансов РФ касательно рынка ценных бумаг в основном лежат в плоскости регулирования обращения государственных и муниципальных ценных бумаг. Кроме того, рассматривая состав эмитентов, мы уточняли, что Министерство Финансов является эмитентом федеральных государственных ценных бумаг РФ.

Также Министерство финансов:

– участвует в разработке предложений по развитию финансового рынка, в частности одного из его сегментов — рынка ценных бумаг;

– разрабатывает условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг и решения об эмиссии отдельных выпусков государственных ценных бумаг;

– осуществляет государственную регистрацию условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг<sup>59</sup>.

В состав третьей группы входят государственные службы и агентства, регулирующие полномочия которых распространяются на иные, отличные от рынка ценных бумаг объекты, но частично затрагивают и определенные аспекты функционирования рынка ценных бумаг.

К их числу относим Федеральное агентство по управлению государственным имуществом (в ведении которого находятся вопросы управления государственной собственностью, в том числе реализация прав РФ как акционера), Федеральная антимонопольная служба (осуществляет государственный контроль за соблюдением антимонопольного законодательства на рынке финансовых услуг, содействует развитию конкуренции на рынке финансовых услуг), Федеральная налоговая служба, Федеральная служба по финансовому мониторингу (осуществляет контроль за выполнением участниками рынка ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации о противодействии легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма).

Негосударственные регуляторы рынка ценных бумаг представлены саморегулируемыми организациями, объединяющими профессионалов рынка.

---

<sup>59</sup> О Министерстве финансов Российской Федерации : постановление Правительства РФ от 30 июня 2004 г. № 329 : (ред. от 29 нояб. 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

Под саморегулированием в сфере финансового рынка понимается самостоятельная и инициативная деятельность, которая осуществляется саморегулируемыми организациями и содержанием которой являются разработка стандартов деятельности таких организаций и контроль за соблюдением требований указанных стандартов<sup>60</sup>.

В свою очередь, саморегулируемая организация — это объединение профессионалов финансового рынка (некредитных финансовых организаций), созданное для реализации установленных целей и функционирующее на принципах некоммерческой организации.

Целями деятельности саморегулируемых организаций являются:

- развитие финансового рынка (в том числе рынка ценных бумаг) Российской Федерации, содействие созданию условий для эффективного функционирования финансовой системы Российской Федерации и обеспечения ее стабильности;
- реализация экономической инициативы членов саморегулируемой организации, обеспечение условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг;
- соблюдение базовых и внутренних стандартов саморегулируемой организации;
- защиты интересов клиентов профессионалов финансового рынка, являющихся членами саморегулируемой организации;
- защита и представление интересов членов саморегулируемой организации в Банке России, органах исполнительной власти, а также ряде других органах и организациях.

Необходимость присутствия саморегулируемых организаций как регуляторов рынка ценных бумаг в современных условиях не вызывает сомнений. При этом системой регулирования рынка ценных бумаг достигается несколько положительных эффектов, способных благотворно повлиять на результативность регулирования. В частности, институт саморегулирования обладает более качественной экспертной информацией по вопросам функционирования рынка ценных бумаг, носителем которой выступает профессиональное сообщество участников рынка ценных бумаг, по сравнению с информацией, доступной государственному регулятору. Наблюдается сокращение государственных расходов, во-первых, на регулирование и контроль в соответствующих сферах деятельности рынка ценных бумаг, где этим занимаются саморегулируемые организации. Во-вторых, на финансирование деятельности саморегулируемых организаций (попросту отсутствует его необходимость). Также у саморегулируемых организаций имеется возможность оперативно воздействовать на нарушителей установленных правил, стандар-

---

<sup>60</sup> О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка и о внесении изменений в ст. 2 и 6 Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»: федер. закон РФ от 13 июля 2015 г. № 223-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

тов, а также прав клиентов через систему санкций, вплоть до исключения из числа членов саморегулируемой организации.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. В чем состоит цель регулирования рынка ценных бумаг?
2. Что в себя включает регулирующая инфраструктура рынка ценных бумаг?
3. Государственное регулирование рынка ценных бумаг реализуется путем... (перечислить возможные регулятивные меры).
4. Назовите государственные органы регулирования рынка ценных бумаг в РФ.
5. В чем заключается особенность регулирующей деятельности Банка России на рынке ценных бумаг?
6. Назовите особенности деятельности Министерства финансов РФ как регулятора рынка ценных бумаг.
7. Раскрыть сущность саморегулирования в сфере финансового рынка.
8. Назовите цели деятельности саморегулируемых организаций финансового рынка.
9. Какие положительные эффекты несет саморегулирование для рынка ценных бумаг?

## **2. ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ПОНЯТИЕ, ВИДЫ И КЛАССИФИКАЦИЯ**

### **2.1. Понятие ценной бумаги: экономический и правовой подходы**

Функционирование рыночной экономики невозможно без полноценного развития финансового рынка, составной частью которого является рынок ценных бумаг. Становление фондового рынка в России началось около 30 лет назад, однако до сих пор в экономической литературе продолжают дискуссии в отношении сущности многих ключевых для данного рынка понятий. В частности, за это время определение понятия «ценная бумага» претерпело достаточно много изменений как с точки зрения экономического подхода, так и в правовом смысле. Подходы, существующие к трактовке данного термина в научной и учебной литературе в области рынка ценных бумаг, отличаются разнообразием. В целом можно говорить о том, что развитие фондового рынка — совершенствование его регулирования и трансформация инфраструктуры в совокупности с появлением новых финансовых инструментов и внедрением инновационных составляющих в функционирование уже давно обращающихся ценных бумаг — приводит к тому, что сущность такой экономической категории как ценная бумага видоизменяется и открывается с новых сторон. Законодатель и ученые-экономисты, приводя определения ценной бумаги, зачастую делают акцент на ее различных характеристиках и свойствах, выдвигая на первый план и подчеркивая лишь отдельные особенности, присущие ценной бумаге, так как отразить суть многообразия существующих в настоящее время видов ценных бумаг на российском рынке в одном определении действительно непросто.

**К определению понятия «ценная бумага» следует выделять два подхода — юридический (правовой) и экономический.** Юридический подход включает в себя трактовку данного термина согласно российскому законодательству. Экономический подход, в свою очередь, предполагает определение сущности ценной бумаги в экономической научной и учебной литературе, т. е. представляет собой совокупность взглядов ученых и экономистов.

Рассмотрим юридический подход. При изучении вопроса об определении ценной бумаги в российском законодательстве за основу возьмем исторический экскурс.

Первым правовым актом Российской Федерации, содержащим определение ценной бумаги, являлось Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в Российской Федерации, утвержденное постановлением Правительства РФ от 28 декабря 1991 г. № 78 (Положение № 78). В соответствии с ним под ценной бумагой признавался денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ. В данном случае было не совсем понятно, что следует понимать под денежным документом: либо это ценные бумаги, погашение которых происходит в денежной форме, либо эти бума-

ги выполняют функцию денег, т. е. являются средством платежа. Более того, в законодательном порядке уже на тот период времени были закреплены такие виды ценных бумаг, которые оформляли товарные отношения либо отношения, связанные с предоставлением услуг. Например, коносамент, который выдается перевозчиком груза его отправителю и является доказательством приема груза к морской перевозке, что дает право держателю коносамента требовать выдачи принятого к перевозке груза в порту назначения<sup>61</sup>. Таким образом, получается, что коносамент не подпал под определение ценной бумаги, содержащееся в Положении № 78. Примером ценных бумаг, погашение которых происходило в товарной форме, являлись и товарные обязательства государственных целевых беспроцентных займов 1990 г. с правом на получение с 1993 г. товаров народного потребления длительного пользования 16 наименований<sup>62</sup>. Эти примеры свидетельствуют о том, что не все ценные бумаги, обращавшиеся на рынке ценных бумаг в то время и признанные в качестве таковых другими законодательными актами, попадали под определение ценной бумаги, данное в Положении № 78.

1 января 1995 г. вступила в действие первая часть Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ). В соответствии с ГК РФ под ценной бумагой довольно долго понимался документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении. Сутью ценной бумаги становятся имущественные права ее владельца на что-либо (товар, деньги, движимое и недвижимое имущество и т. д.). Следует также отметить, что законодателем сделан акцент на документарность ценной бумаги. Однако несмотря на то что в ГК РФ было приведено по сути лишь определение документарной ценной бумаги, возможность выпуска и обращения бездокументарных ценных бумаг все же была предусмотрена в следующей ст. 149 ГК РФ. Более того, вопросы эмиссии и обращения бездокументарных ценных бумаг еще до вступления в силу первой части ГК РФ регламентировались целым рядом нормативных актов, главным из которых было Положение № 78. Необходимость наличия правовой базы в отношении бездокументарных ценных бумаг обусловлена объективными причинами. Бездокументарные ценные бумаги получили широкое распространение в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий и преобразования их в акционерные общества, что сопровождалось выпуском в обращение большого числа акций в бездокументарной форме. Кроме этого, еще в 1993 г. правительство Российской Федерации начало осуществлять выпуск государственных краткосрочных облигаций

---

<sup>61</sup> Кодекс Торгового мореплавания Союза ССР : утв. Указом Президиума Верховного Совета СССР от 17 сент. 1968 г. // СПС «КонсультантПлюс»

<sup>62</sup> Алексеева И. А. Ценные бумаги. Ч. 1. Ценные бумаги организованного рынка ценных бумаг. Иркутск, 1997. С. 17.

(ГКО) в бездокументарной форме. Со временем эмиссионные и даже неэмиссионные ценные бумаги стали иметь преимущественно бездокументарную форму выпуска, т. е. существовать только в виде записей по счетам.

Возвращаясь к определению ценной бумаги по ГК РФ, отметим что в соответствии с ним ценная бумага должна удостоверяять имущественные права. Если исходить только лишь из этого требования, то в число ценных бумаг попадают исполнительные документы судов, нотариальных органов, складские документы и множество внутрибанковских расчетных документов, таких как платежные поручения, платежные требования поручения, аккредитивы, гарантии, поручительства<sup>63</sup>. Однако законодатель в ст. 143 ГК РФ устанавливает способ отнесения того или иного документа к ценной бумаге — «законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке». На момент принятия первой части ГК РФ к ценным бумагам, согласно данному закону, были отнесены государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги<sup>64</sup>. Позже второй частью ГК РФ были признаны ценными бумагами также простое складское свидетельство и двойное складское свидетельство.

Следует признать, что кроме имущественных прав ценная бумага может удостоверяет и неимущественные права. Таким примером является акция, владелец которой (акционер в соответствии со ст. 31 Федерального закона «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (ФЗ «Об акционерных обществах»)), помимо прав имущественного характера (получение дивидендов и ликвидационной стоимости), может принимать участие в управлении акционерным обществом путем голосования на общем собрании акционеров. Согласно ст. 91 ФЗ «Об акционерных обществах», акционеры также имеют право на получение информации об обществе. Например, общество по требованию акционеров обязано предоставить договор о создании общества, устав общества, внутренние документы общества, документы бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности, списки аффилированных лиц общества, протоколы общих собраний акционеров и др. Таким образом, акция позволяет своему владельцу реализовать не только имущественные права, но и права неимущественного характера.

Возможно, в 1994 г., на момент принятия ГК РФ, закрепленное в нем определение ценной бумаги, несмотря на все его недостатки, в большей части все же характеризовало фондовые инструменты, обращающиеся на рынке ценных бумаг в тот период времени. Однако неточность законодательно закрепленного определения ценной бумаги имела отрицательные последствия, свя-

---

<sup>63</sup> Колесников В. И. Ценные бумаги. М., 1999. С. 5.

<sup>64</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая : федер. закон РФ от 30 нояб. 1994 г. № 51-ФЗ : (ред. от 29 июля 2004 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

занные с массовым появлением на фондовом рынке суррогатов ценных бумаг, не подпадавших под предъявляемые к классическим ценным бумагам требования государственного регулирования их выпуска: раскрытие информации, регистрация выпуска, регистрация отчета об итогах выпуска и т. п. Резкое расширение объемов размещения таких суррогатных ценных бумаг среди широкого круга инвесторов компаниями, не имевшими реальных активов, только лишь с целью сбора денежных средств, привело к финансовым скандалам. На этот период времени приходится крах МММ, деятельность множества «хопров», «светлан», «властелин» и других компаний<sup>65</sup>.

По этой причине законодатель при разработке ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (ФЗ «О рынке ценных бумаг») поставил цель — дать такое определение ценной бумаги, которое предотвращало бы выпуск «квазиценных бумаг». В связи с этим было введено понятие **«эмиссионная ценная бумага»**, под которой понимается ценная бумага, характеризующаяся одновременно тремя признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению;
- размещается выпусками или дополнительными выпусками;
- имеет равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска, независимо от времени приобретения ценной бумаги<sup>66</sup>.

Согласно ФЗ «О рынке ценных бумаг», ценная бумага отнесена к финансовым инструментам, к которым наравне с ней также относятся производные финансовые инструменты.

Несмотря на введение термина «эмиссионная ценная бумага», определение ценной бумаги, представленное в ГК РФ, все же требовало своей корректировки. Во-первых, оно изначально вступало в противоречие с обращающимися на тот момент времени ценными бумагами и их характеристиками. Во-вторых, появление новых видов ценных бумаг, изменение параметров и форм уже существующих на российском фондовом рынке ценных бумаг, продиктованное меняющимися потребностями участников рынка, совершенствованием законодательного регулирования, также свидетельствовали в пользу необходимости внесения изменений в определение ценной бумаги по ГК РФ.

В результате в 2013 г. Федеральным законом «О внесении изменений в подраздел 3 раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» от 2 июля 2013 г. № 142-ФЗ в первую часть ГР РФ были внесены изменения и в ст. 142 появилось определение бездокументарной ценной бумаги. Итак, в настоящее время в ГК РФ закреплено два определения.

**1. Документарные ценные бумаги**, которыми являются документы, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обяза-

---

<sup>65</sup> Алексеева И. А. Ценные бумаги. Ч. 1: Ценные бумаги организованного рынка ценных бумаг.

<sup>66</sup> О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

тельствственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов.

Необходимость предъявления владельцем документарной ценной бумаги для того, чтобы получить закрепленное в ней право, приводит к возникновению определенной зависимости между ценной бумагой и правом, содержащимся в ней. Однако в этой взаимосвязи ценная бумага выступает лишь носителем права, так что довольно часто в таком случае говорят о праве на ценную бумагу как на вещь. Это право определяет отношения между ее собственником и всеми другими лицами. В то же время ценная бумага сама по себе не имеет ценности (не считая стоимости материала, из которого она сделана). Ее ценность заключается в тех правах, которые она закрепляет за своим владельцем. В связи с вышеизложенным в отношении документарных ценных бумаг возникает по сути две категории прав: вещное право (право на бумагу) и право из бумаги. При этом следует понимать, что право на ценную бумагу не может быть оторвано от права из ценной бумаги и оба права передаются в совокупности.

Все документарные ценные бумаги должны содержать обязательные реквизиты, установленные отдельным законом для каждой документарной ценной бумаги. Также чтобы быть документарной ценной бумагой, документ должен быть составлен с соблюдением установленной формы. В противном случае документ не является ценной бумагой, но сохраняет значение письменного доказательства. Технические требования к оформлению ценных бумаг определены Приказом Минфина России «О реализации Постановления Правительства Российской Федерации от 11 ноября 2002 г. № 817» от 7 февраля 2003 г. № 14н. Документарные ценные бумаги изготавливаются на специальных бланках изготовителями, имеющими лицензию;

**2. Бездокументарные ценные бумаги**, под которыми признаются обязательственные и иные права, закрепленные 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 целом можно сделать вывод, что, несмотря на наличие нескольких отличающихся определений ценной бумаги по ФЗ «О рынке ценных бумаги» и ГК РФ, суть ценной бумаги по российскому законодательству сводится к тому, что ценная бумага есть набор неких прав, которые она предоставляет своему владельцу.

В экономической литературе встречается довольно большое разнообразие определений «ценная бумага». Одни авторы, определяя данное понятие, принимают за основу экономическую суть ценной бумаги и характеризуют ее как титул капитала. Ценная бумага, с одной стороны, есть представитель капитала, с другой — капитал сам по себе. Однако речь в данном случае идет о разных капиталах: ценная бумага — это представитель действительного



или реально функционирующего капитала, а как капитал ценная бумага есть фиктивный капитал. То, что ценная бумага является представителем капитала, не означает, что ее владелец утрачивает связь с этим капиталом. Данная связь выражается теперь в ценной бумаге, а не в непосредственном обладании капиталом<sup>67</sup>. Этой точки зрения придерживаются такие известные экономисты, как В. А. Галанов, А. И. Басов, Я. М. Миркин. В. А. Галанов и А. И. Басов признают под ценной бумагой форму существования капитала, отличную от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход<sup>68</sup>. Акцент в данном случае сделан на то, что ценная бумага — это форма существования капитала, что, как уже отмечено выше, характерно для экономической интерпретации ценной бумаги. По мнению Я. М. Миркина «ценные бумаги — это права на ресурсы, обособившиеся от своей основы и даже имеющие собственную материальную форму (например, в виде бумажного сертификата, записи по счетам и т. п.)»<sup>69</sup>.

Однако не все экономисты сходятся во мнении, что ценная бумага есть титул (представитель) капитала. Так, С. В. Иванилова, Л. А. Чалдаева, А. А. Килячков, В. И. Маренков, Н. Н. Косаренко, Э. А. Баринов, О. В. Хмыз, В. И. Колесников, В. С. Торкановский, В. А. Белов под ценной бумагой признают документ.

Например, в учебном пособии «Биржевое дело» его автором С. В. Иваниловой дано следующее определение: ценная бумага — это документ имущественного права, которое не может быть передано или осуществлено без предъявления этого документа<sup>70</sup>.

В учебном пособии В. И. Маренкова и Н. Н. Косаренко «Рынок ценных бумаг в России» ценная бумага рассматривается как документ, который отражает связанные с ним имущественные права, может самостоятельно обращаться на рынке и быть объектом купли-продажи и иных сделок, служит источником получения регулярного или разового дохода, выступает разновидностью денежного капитала<sup>71</sup>.

Можно заметить, что в вышеприведенных определениях, помимо признания под ценной бумагой документа, отмечается также, что ценная бумага закрепляет за своим владельцем имущественные права.

Как совокупность имущественных прав на те или иные материальные объекты, которые обособились от своей материальной основы и получили собственную материальную форму в виде документов или записи по счетам,

---

<sup>67</sup> Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. М., 2005. С. 12.

<sup>68</sup> Там же. С. 14.

<sup>69</sup> Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995. С. 66.

<sup>70</sup> Иванилова С. В. Биржевое дело. М., 2020. С. 31.

<sup>71</sup> Маренков Н. Л. Рынок ценных бумаг. М., 2004. С. 19.

определяет ценную бумагу также Г. Белоглазова и Л. Криволецкая<sup>72</sup>. В представленном определении сущность бумаги сводится не к ее форме, хоть авторы и отмечают возможность документарного и бездокументарного существования ценной бумаги, а к тем правам, которые закрепляет ценная бумага за своим владельцем.

Схожее определение приведено и в учебнике Э. А. Барина и О. В. Хмыз «Рынки: валютные и ценных бумаг». В соответствии с ним ценные бумаги — это акции, облигации, векселя и другие виды долгосрочных и краткосрочных финансовых обязательств, которые предоставляют владельцу имущественное право, служат источником дохода и могут быть объектом купли-продажи<sup>73</sup>. Помимо того, что авторы данного определения также подчеркивают наличие имущественных прав у собственника ценной бумаги, они определяют ценную бумагу как финансовое обязательство. Вместе с тем существуют ценные бумаги, которые не могут быть представлены как финансовое обязательство. Например, эмитент акций не отвечает перед акционерами по каким-либо финансовым обязательствам. Дивиденды владельцам акций по российскому законодательству не гарантируются за исключением привилегированных акций, по которым в уставе акционерного общества эмитента зафиксирована такая привилегия. По закону дивиденды могут выплачиваться только при наличии чистой прибыли и при условии, что такое решение будет принято на общем собрании акционеров. Кроме того, выкупать акции по требованию акционеров эмитент также не обязан, за исключением установленных законом случаев. Следовательно, нельзя в полной мере утверждать, что все ценные бумаги могут быть определены как финансовое обязательство. Также есть такие ценные бумаги, которые отражают обязательственные отношения между лицом, которое их выпустило, и лицом, которому они были переданы. Однако обязательства по этим ценным бумагам не имеют финансовой составляющей, в частности речь идет о складских свидетельствах и коносаментах.

В. И. Колесников и В. С. Торкановский признают под ценными бумагами большое разнообразие документов для использования их в хозяйственной деятельности. При этом они объединены общим признаком — необходимостью предъявления для реализации выраженного в них имущественного права<sup>74</sup>. Следует отметить, что на практике используется достаточно много документов, которые характеризуются данным признаком, а ценные бумаги, в свою очередь, все чаще приобретают бездокументарную форму существования.

В своем учебнике «Рынок ценных бумаг» Л. А. Чалдаева и А. А. Килячков приводят следующее определение: ценная бумага — это прежде всего документ,

---

<sup>72</sup> Белоглазова Г. Финансовые рынки и финансово-кредитные. СПб., 2014. С. 250.

<sup>73</sup> Барин Э. А. Рынки: валютные и ценных бумаг. М., 2001. С. 270.

<sup>74</sup> Колесников В.И. Ценные бумаги. С. 9.

являющийся носителем данных, свидетельствующих о праве владельца на ценности и полномочия, закрепленные за ней. Следовательно, ценная бумага — деловая бумага, юридически подтверждающая материальные права ее владельца. Далее авторы пишут о том, что ценная бумага может быть выпущена в обращение в документарной и бездокументарной форме, исходя из чего мы можем сделать вывод о том, что все же суть ценной бумаги, по мнению авторов, сводится к материальным правам, которые она предоставляет своему владельцу<sup>75</sup>.

Автором следующего определения ценной бумаги является С. А. Анесянц. Он определяет ценные бумаги как особым образом оформленные финансовые инструменты, выражающие отношения (чаще всего долговые) между сторонами и подтверждающие право либо на какое-то имущество, либо на денежную сумму<sup>76</sup>. С одной стороны, автор трактует ценную бумагу как особым образом оформленный финансовый инструмент, что нехарактерно для большинства экономистов. С другой стороны, вторая часть данного определения позволяет прийти к выводу, что ценная бумага, по мнению автора, подтверждает только имущественное право, так как право на имущество и право на денежную сумму являются выражением имущественных отношений между владельцем ценной бумаги и лицом, выпустившим ее.

Заслуживает внимание и такая точка зрения, согласно которой ценные бумаги трактуются как товары, которые имеют свои особенности<sup>77</sup>. В какой-то степени это определение перекликается с определением, представленным выше и сформулированным такими авторами, как Э. А. Баринов и О. В. Хмыз. Они отмечают, что ценная бумага может являться объектом купли-продажи. Действительно, если существует рынок, то должен быть и товар, который будет обращаться на этом рынке, т. е. выступать объектом купли-продажи. При этом следует иметь ввиду существующие отличия ценной бумаги от других товаров, которые состоят в следующем:

1. Для ценной бумаги не существует стадий производства и потребления, прохождение через которые характерно для любого вида товара. Вместо них ценная бумага выпускается в обращение и погашается. Отметим, что и товар, и ценная бумага могут покупаться и продаваться на рынке, т. е. обращаться. Однако, несомненно, что большее значение для ценной бумаги имеет стадия обращения, а для вещественных товаров — стадия потребления.

2. Цена ценной бумаги не имеет материального содержания. Данное утверждение является следствием отсутствия у ценной бумаги стадии производства.

Есть авторы, которые не дают собственных определений термину «ценная бумага», ссылаясь при этом на определение, закрепленное в российском законодательстве. Например, Н. И. Берзон в своем учебнике «Рынок ценных бумаг»

---

<sup>75</sup> Чалдаева Л. А. Рынок ценных бумаг. М., 2019. С. 34.

<sup>76</sup> Анесянц С. А. Основы функционирования рынка ценных бумаг. М., 2005. С. 10.

<sup>77</sup> Михайленко М. Н. Рынок ценных бумаг. М., 2021. С. 26.

делает акцент на возможную форму выпуска ценных бумаг и приводит определение ценных бумаг по ГК РФ<sup>78</sup>.

В. А. Татьянников, Е. А. Разумовская, Т. В. Решетникова, Ю. В. Куваева, М. И. Львова в своем учебнике «Рынок ценных бумаг» отмечают существование несколько подходов к определению ценной бумаги: правовой, научно-академический и прикладной (практический). Правовой подход представлен в ГК РФ. Согласно научно-академическому подходу, бумага является инструментом для инвестирования временно свободных денежных активов, а практический (прикладной) подход определяет ценную бумагу как средство размещения капитала с целью получения дохода. При этом, по мнению авторов, все три подхода не противоречат друг другу и не противоречат самой экономической сущности ценной бумаги и ее функциональному назначению. Таким образом, можно сделать вывод, что экономическая сущность ценной бумаги видится данными авторами в том, что ценная бумага — это объект для вложения временно свободных денежных средств с целью получения дохода<sup>79</sup>.

Итак, существует достаточно большое разнообразие определений понятия «ценная бумага», зачастую существенно отличающихся друг от друга. Как видим, единое мнение в отношении подхода к определению понятия «ценная бумага» до настоящего времени не выработано. Такая ситуация объясняется рядом причин, главной из которых является сравнительная молодость российского рынка ценных бумаг. В результате его развития появляются новые виды ценных бумаг с различными свойствами и характеристиками, которые трудно учесть во всей совокупности и отразить в едином определении ценной бумаги. В связи с чем большинство авторов трактуют ценные бумаги как документы либо имущественные права, а также делают акцент на каких-либо ее отдельных особенностях, например способности приносить доход, быть титулом денежного капитала, являться расчетно-платежным средством или же объектом-купли-продажи.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Охарактеризуйте правовой подход к определению понятия «ценная бумага».
2. Перечислите признаки эмиссионной ценной бумаги. Объясните их смысл.
3. Дайте определение документарной и бездокументарной ценной бумаги.
4. Проведите группировку определений понятия «ценная бумага», представленных в экономической литературе.
5. Чем объясняется отсутствие единого подхода к определению ценной бумаги в экономической литературе?

---

<sup>78</sup> Берзон Н. И. Рынок ценных бумаг. М., 2019. 443 с.

<sup>79</sup> Татьянников В. А. Рынок ценных бумаг. Екатеринбург, 2019. 496 с.

## 2.2. Эволюция видов ценных бумаг на российском фондовом рынке

В развитии российского рынка ценных бумаг принято выделять три основных этапа:

1. Дореволюционный (1703–1917 гг.);
2. Советский (1917 — начало 1990-х гг.);
3. Современный (начало 1990-х гг. — настоящее время).

Начало первого этапа обусловлено появлением в России в 1703 г. первой биржи в Санкт-Петербурге, на которой стали совершаться сделки с векселями. Первые векселя были самые настоящие ценные бумаги, которые обращались на товарных биржах XVIII–XIX вв. наряду с обычными товарами: их можно было продавать, переуступать и выставять к оплате<sup>80</sup>.

Поскольку открытие Санкт-Петербургской товарной биржи Петром I произошло по государственной инициативе, а объективные предпосылки для функционирования и развития рынка ценных бумаг в стране отсутствовали, то почти вплоть до начала 1720-х гг. какие-либо операции с ценными бумагами на данной бирже практически не осуществлялись. Однако по замыслу Петра I развитие биржевой торговли должно было способствовать экономическому росту страны в целом, а также совершенствованию денежного и кредитного обращения. В связи с этим Петр I издает указ, согласно которому все купцы обязуются проводить торговые сделки только в здании биржи. Затем в 1725 г. следует Сенатский указ, в соответствии с которым все купечество должно приходить на биржу к 11 часам, а уходить оттуда в час пополудни. Несмотря на то что власть всячески пыталась стимулировать в стране развитие биржевой торговли, в целом первые десятилетия функционирования рынка ценных бумаг в России нельзя охарактеризовать как интенсивное. Свое активное развитие российский рынок ценных бумаг получает с ростом промышленного производства в стране. Немаловажное значение в этом сыграл запрет Петра I на вывоз золота за границу и хранение дома, в результате чего многие собственники стали вкладывать свои сбережения в промышленное производство и в российские банки, заниматься предпринимательством и торговлей. Были построены более двухсот фабрик и заводов в различных отраслях промышленности. Именно в этот период времени впервые становятся востребованными те возможности, которые предоставляют ценные бумаги и биржевой рынок для привлечения инвестиций в развитие мануфактур, постройку заводов и дорог.

К первым государственным ценным бумагам на зарождающемся фондовом рынке страны принято относить ценные бумаги, выпущенные при Екатерине II в 1769 г. Многие исследователи даже считают, что исторической точкой

---

<sup>80</sup> Арсаханова З. А. Эволюция развития российского рынка ценных бумаг // Финансы и кредит. 2018. Т. 24, № 4. С. 968–982.

отсчета появления фондового рынка в России необходимо считать именно этот год. 2 апреля 1769 г. состоялся Высочайший рескрипт о выпуске «первого русского займа в 7,5 млн голландских гульденов через амстердамских банкиров де-Сметь под залог эстляндских и лифляндских пошлин за провозимые и отвозимые товары городов Риги, Пернова, Ревеля, Нарвы»<sup>81</sup>. Средства привлекались в казну под 5 % годовых сроком на 10 лет. Позже государство еще не раз привлекало внешние займы, путем выпуска ценных бумаг.

Размещение же государственных ценных бумаг на внутреннем рынке страны началось спустя практически 40 лет, в 1809–1810 гг. Первые государственные ценные бумаги выпускались с целью покрытия чрезвычайных расходов, вызванных военными действиями и стихийными бедствиями. Однако часть привлеченных средств от размещения государственных ценных бумаг расходовалась и на развитие инфраструктуры. Так, позже, в период с 1851 по 1893 гг., на деньги, полученные от внешних облигационных займов, была построена железнодорожная линия «Москва — Санкт-Петербург».

Среди эмитентов корпоративных ценных бумаг, появившихся лишь в начале 30-х гг. XIX в., следует отметить железнодорожные и страховые компании, банки, нефтяные и металлургические предприятия.

Отличительной особенностью российского рынка ценных бумаг в тот период времени являлось преобладание объемов государственных ценных бумаг над акциями и облигациями частных компаний. Преимущественно осуществлялась торговля государственными облигациями и небольшим количеством акций страховых компаний, но с появлением акционерных обществ стали появляться акции и облигации частных компаний.

Выпуск первых российских акций и частных облигаций стал возможным в связи с принятием в 1836 г. Положения «О товариществах по участкам или компаниях на акциях», которое создало правовую основу акционерного дела в стране. Постепенное развитие частного бизнеса способствовало росту биржевой торговли. Она набирает свои обороты уже во второй половине XIX в. Поиск частными инвесторами возможностей прибыльного вложения капиталов, а также растущая доходность по ценным бумагам в совокупности с небольшим количеством акций, выпущенных в обращение, приводит к росту спроса на них, что влечет за собой удорожание и появление вторичного рынка акций. По данным Министерства финансов за период 1893–1901 гг. количество акционерных компаний выросло в три раза и составило 892 шт.<sup>82</sup> С одной стороны, это говорило о популярности акции как ценной бумаги, а с другой — с учетом того, что около 50 % компаний, проводивших выпуск и размещение ценных бумаг, не начинали своей предпринимательской деятельности, свидетельствовало о нали-

---

<sup>81</sup> Мигулин П. П. Русский государственный кредит (1769–1899). Т. 1 // Опыт историко-критического обзора. Харьков, 1899.

<sup>82</sup> Арсаханова З. А. Эволюция развития российского рынка ценных бумаг. С. 968–982.

чие огромных спекуляций. В целях устранения спекуляции среди акционерных компаний Министерство финансов:

- вводило запреты на предварительную продажу акций новыми компаниями;
- допускало акции к котировкам только после утверждения первого годового отчета;
- выпускало новые акции по повышенной стоимости.

Но все эти меры не влияли на темпы роста биржевых операций и акционирование. Компании по-прежнему создавались в форме акционерных обществ и паевых товариществ, выпускали в обращение именные и предъявительские акции, а также именные паи номинальной стоимостью 100, 250, 500, 1 000 р. и т. д. Высокая стоимость данных бумаг ограничивала возможность населения участвовать в биржевых сделках. Если изначально были популярны именные акции, то с ростом количества сделок с ними стали более распространены предъявительские акции. Ценность таких бумаг определялась финансовым состоянием общества и размерами выплачиваемых дивидендов<sup>83</sup>.

До начала XX в. биржевая торговля была настолько выгодна, что многие русские банки активно выдавали кредиты начинающим предпринимателям под залог ценных бумаг — акций, которые потом с выгодой продавали на бирже. По своим биржевым оборотам Россия опережала такие ведущие западные страны, как Германия, Венгрия, США, Япония. Но уже с конца 1899 г. объемы продаж бумаг резко сократились, дальнейший рост биржевого рынка приостановился по причине спада предпринимательской активности, переполненности финансового рынка спекулятивными бумагами, замедления развития промышленного производства и нарастания кризисных экономических явлений в стране. Помимо этого, финансовые затруднения в западных странах привели к оттоку иностранного капитала из России, коммерческие банки сократили объемы выдаваемых кредитов и затребовали погашения ранее выданных ссуд — все эти процессы послужили причиной разразившегося осенью 1899 г. биржевого кризиса.

Оживление рынка ценных бумаг и рост котировок акций возобновились только к концу 1900-х гг., но первое десятилетие XX в. представляло собой достаточно сложный политический период в жизни страны, что отразилось и на фондовом рынке. С 1909 г. наблюдается развитие российской промышленности, увеличиваются притоки иностранных капиталов и на биржу стали выходить новые предприятия, появились акции семейных компаний, ранее не желавших торговать своими бумагами. За период с 1908–1913 гг. на Санкт-Петербургской бирже появилось более 50 новых эмитентов. Биржевое законодательство продолжало разрабатываться, но не успело вступить в силу по причине начала войны.

---

<sup>83</sup> Арсаханова З. А. Эволюция развития российского рынка ценных бумаг. С. 968-982.

Начало Первой мировой войны 12 июля 1914 г. на бирже было встречено паникой, курсы всех ценных бумаг упали на десятки рублей. Как утверждали современники того периода, почти на 60–70 %. Ввиду продолжающейся паники и отсутствия покупательного спроса на ценные бумаги 19 июля 1914 г. было принято решение о закрытии биржи, но торговля ценными бумагами осуществлялась постоянно на неофициальных фондовых площадках. Спросом пользовались облигации государственных займов, дивидендные бумаги металлургических, транспортных, нефтяных компаний и коммерческих банков.

23 декабря 1917 г. декретом Совета народных комиссаров были запрещены любые операции с ценными бумагами, а чуть позже аннулированы все облигации государственных займов, выпущенные царским правительством. Таким образом, начиная с 1917 г. российский фондовый рынок практически прекратил свое существование.

Следует все же отметить, что позже предпринималось несколько попыток возродить фондовый рынок в стране. Например, в 1922 г. было принято несколько документов, связанных с упорядочиванием биржевой торговли. Организация фондовых бирж и фондовых отделов товарных бирж должна была, по мнению законодателя, содействовать регулированию фондового и денежного рынков. Товарные биржи просуществовали всего лишь несколько лет, в основном на них совершались сделки с иностранной валютой, векселями, чеками, слитками золота и серебра.

Уже в 1924–1925 гг. биржевая торговля, в том числе ценными бумагами, быстро пошла на спад, а к 1927 г. большая часть бирж была упразднена ввиду ужесточения контроля.

Дальнейшая эволюция видов ценных бумаг связана с возрождением российского фондового рынка в 1990-х гг. Начатый процесс приватизации обусловил появление первых ценных бумаг — приватизационных чеков (ваучеров). Роль и значение фондового рынка при рыночном устройстве экономики значительно возрастает. Правительство активно использует фондовый рынок для заимствования, что связано с неинфляционной основой данного способа привлечения средств в бюджет. Самыми распространенными ценными бумагами в этот период времени выступают долговые краткосрочные обязательства государства (ГКО), выпускаемые в целях покрытия бюджетного дефицита.

Изучая вопрос эволюции видов ценных бумаг на российском фондовом, рынке необходимо учитывать следующий аспект. Как было отмечено ранее, в настоящее время ГК РФ содержит два отдельных определения — документарная ценная бумага и бездокументарная ценная бумага, а ФЗ «О рынке ценных бумаг» оперирует термином «эмиссионная ценная бумага». Возможно, такая ситуация объясняется отсутствием возможности дать единое определение ценной бумаги, под которое подпадали бы все инструменты рынка ценных бумаг, и которое одновременно отражало бы эволюцию их параметров (призна-



ков, свойств), связанную с развитием самого рынка ценных бумаг. Отдельные виды ценных бумаг могут быть наделены своим набором прав, признаков и свойств: не все ценные бумаги предоставляют права владельцу на получение дохода (примером могут служить чек и вексель, а также ценные бумаги товарного рынка — коносамент, складское свидетельство), не все предоставляют право требования на получение вложенных средств обратно (например, акция) и т. д. Поэтому законодатель нашел решение данного вопроса в том, чтобы закрепить определенные виды ценных бумаг путем их перечисления. В ГК РФ, ФЗ «О рынке ценных бумаг» и других федеральных законах дается перечень видов финансовых инструментов, которые являются ценными бумагами. В связи с этим эволюцию видов ценных бумаг, обращающихся с начала 1990-х гг. на российском рынке ценных бумаг, представляется возможным проследить, обратившись к законодательству.

Главным законом, закрепившим отдельные виды ценных бумаг, становится первая часть ГК РФ, принятая в 1994 г. В ней были зафиксированы следующие виды ценных бумаг: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги. Помимо этого, ГК РФ содержал указание на то, что и другие документы также могут являться ценными бумагами, если они отнесены к числу ценных бумаг законами о ценных бумагах.

В 1996 г. вступила в силу вторая часть ГК РФ и список ценных бумаг был расширен за счет двойного складского свидетельства и каждой из двух его частей (складского свидетельства и залогового свидетельства — варранта), а также простого складского свидетельства.

В этом же году был принят ФЗ «О рынке ценных бумаг», в котором в качестве ценных бумаг признавались акция и облигация. Но уже в 2002 г. Федеральным законом «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и о внесении дополнения в Федеральный закон “О некоммерческих организациях”» от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ в список ценных бумаг была включена новая ценная бумага — опцион эмитента. Спустя еще четыре года в результате принятия Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”» от 30 декабря 2006 г. № 282-ФЗ в перечень ценных бумаг, закрепленный в ФЗ «О рынке ценных бумаг», была добавлена российская депозитарная расписка. Таким образом, в настоящее время в ФЗ «О рынке ценных бумаг» фигурируют четыре ценные бумаги: акция, облигация, опцион эмитента и российская депозитарная расписка.

Несмотря на определенное совершенствование регулирования рынка в части принятия ряда основополагающих законов в области ценных бумаг в период 1994–1996 гг., высокая инфляция того времени имела дестабилизирующее влияние на российскую экономику и рынок ценных бумаг. На фоне

постоянного спада производства диспропорция в динамике показателей рынка ценных бумаг и общеэкономических процессов в стране привела к возникновению кризисных явлений. 17 августа 1998 г. Россия объявила дефолт по внутренним обязательствам, в результате чего рынок ценных бумаг оказался в глубокой депрессии, недоверие к российским ценным бумагам возросло многократно.

Вместе с тем на законодательном уровне продолжился процесс ввода новых видов ценных бумаг на российский фондовый рынок. Так, далее появляются:

- закладная (ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ);

- инвестиционный пай (ФЗ «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ);

- облигация с ипотечным покрытием и ипотечный сертификат участия (ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ). В 2004 г. Федеральным законом «О внесении изменений в Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» от 29 декабря 2004 г. № 193-ФЗ введено также понятие жилищной облигации с ипотечным покрытием, которая является разновидностью облигации с ипотечным покрытием.

Свое динамичное развитие легитимный фондовый рынок получил лишь после возобновления роста российской экономики с началом 2000-х гг. Большое влияние на рынок в этот период времени оказал активный выход российских корпоративных эмитентов с облигационными заимствованиями. На конец марта 2002 г. объем рынка корпоративных облигаций, выпущенных российскими эмитентами, составил 75 млрд р., или 18 % российского рынка долговых ценных бумаг. Кроме того, на «новом» фондовом рынке уже ведется торговля акциями российских акционерных обществ. Помимо рынка государственных и корпоративных облигаций, а также рынка акций, возникают сегменты ипотечных ценных бумаг, паевых инвестиционных фондов, структурированных финансовых продуктов, опционов менеджеров (в будущем — российских депозитарных расписок).

Эволюция видов ценных бумаг в этот период времени характеризуется двумя параллельно протекающими процессами. С одной стороны, вводятся новые виды ценных бумаг, с другой же — изменения, вносимые в федеральное законодательство, иногда свидетельствуют об исключении каких-либо финансовых инструментов из перечня ценных бумаг. В частности, так произошло в 2013 г., когда список ценных бумаг в первой части ГК РФ стал содержать следующие виды ценных бумаг: акция, вексель, закладная, инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, коносамент, облигация, чек. В это же время второй частью ГК РФ под ценными бумагами признаются: банковская сберегательная книжка на предъявителя, депозитный и сберегательный сертификаты, чеки, двойное складское свидетельство и каждая из двух его частей (складское свидетельство и залоговое свидетельство — варрант), а также про-

стое складское свидетельство. Можем заметить, что в перечне ценных бумаг уже нет приватизационных ценных бумаг. Кроме того, ГК РФ перестал содержать указание на такой вид ценной бумаги, как государственная облигация, что является вполне логичным, поскольку она представляет собой лишь разновидность облигации. Выпуск и обращение государственных облигаций регулируется в настоящее время Бюджетным кодексом РФ.

Однако на этом редакция ГК РФ в части перечня видов ценных бумаг не закончилась. Так, с 1 июня 2018 г. в ГК РФ вступили в силу изменения, связанные с принятием Федерального закона «О внесении изменений в части первую и вторую Гражданского кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 26 июля 2017 г. № 212-ФЗ. Согласно прежней редакции второй части ГК РФ, при заключении договора банковского вклада с гражданином могла выдаваться банковская сберегательная книжка на предъявителя или именная сберегательная книжка. При этом ценной бумагой признавался только первый документ. В новой редакции существует возможность выдачи только именной сберегательной книжки, само же понятие сберегательной книжки на предъявителя, которая признавалась ценной бумагой, исключено. Таким образом, банковская сберегательная книжка на предъявителя не является ценной бумагой с 2018 г.

Следующей ценной бумагой, возможность выпуска которой предусмотрена российским законодательством, стал клиринговый сертификат участия. Клиринговый сертификат участия появился в результате поправок, внесенных в 2015 г. в Федеральный закон «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» от 7 февраля 2011 г. № 7-ФЗ.

В настоящее время самой «новой» ценной бумагой российского фондового рынка можно считать цифровое свидетельство. Вопросы организации выпуска и обращения, так же как и определение цифрового свидетельства, закреплены в Федеральном законе «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 2 августа 2019 г. № 259-ФЗ.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. С выпуском каких ценных бумаг принято ассоциировать начало развития рынка ценных бумаг в России?
2. Что послужило причиной активизации деятельности на российском рынке ценных бумаг на первом этапе его развития?
3. Дайте характеристику ценным бумагам, обращавшимся в советский период.
4. Назовите виды ценных бумаг, предусмотренные действующим российским законодательством.

### 2.3. Характеристика современных видов ценных бумаг

Итак, к ценным бумагам, согласно действующему российскому законодательству, относятся:

- акция;
- облигация;
- инвестиционный пай;
- опцион эмитента;
- российская депозитарная расписка;
- ипотечный сертификат участия;
- закладная;
- депозитный и сберегательный сертификаты;
- чек;
- двойное складское свидетельство и каждая из двух его частей (складское свидетельство и залоговое свидетельство — варрант);
- простое складское свидетельство;
- клиринговый сертификат участия;
- цифровое свидетельство.

Охарактеризуем данные виды ценных бумаг.

**Акция** — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Это классическая долевая ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца (акционера) в уставном капитале акционерного общества. Владелец акции имеет следующие права:

1. Право на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов.

2. Право на участие в управлении обществом. Данное право реализуется посредством предоставления права голоса на общем собрании акционеров.

3. Право на долю имущества, оставшегося после ликвидации акционерного общества (ликвидационную стоимость). При этом общество может быть ликвидировано как в добровольном порядке, так и по решению суда. Более того, на момент ликвидации у акционерного общества могут иметься долги и в этом случае в первую очередь должны быть погашены все долговые обязательства в очередности, определенной ГК РФ. Если же на момент ликвидации общество не имеет обязательств перед кредиторами, его имущество распределяется между акционерами в установленном порядке (ст. 23 ФЗ «Об акционерных обществах»). Однако в любом случае следует иметь в виду, что имущества эмитента может быть недостаточно для осуществления всех выплат его акционерам.

В связи с этим необходимо понимать, что, приобретая акцию, инвестор берет на себя риск получения убытков. Размер убытков ограничен стоимостью акций, принадлежащих акционеру. В тоже время акционер не отвечает по обязательствам акционерного общества, чьи акции он приобрел, так же как и акционерное общество не отвечает по обязательствам своих акционеров.

Акция является бессрочной ценной бумагой, поскольку условно срок ее обращения ограничен сроком существования акционерного общества и, как правило, заранее не известен. Покупка акций рассматривается как долгосрочное финансирование затрат эмитента держателями акций. Акционерное общество не обязано возвращать инвесторам их капитал, вложенный в покупку акций, за исключением ряда случаев.

Поскольку акционерные общества могут создаваться в форме публичных (ПАО) и непубличных (НПАО) компаний, то выбранная форма компании будет определять не только особенности ее последующего функционирования, но и регулирование вопросов размещения акций, в том числе дополнительных акций, различия в правах акционеров и пр.

Согласно российскому законодательству, форма выпуска акций — бездокументарная. Это эмиссионная именная ценная бумага, учет прав на которую осуществляется в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг в виде записей по лицевым счетам, за исключением случая, когда НПАО выпускает акции в виде цифровых финансовых активов. В такой ситуации лицом, осуществляющим учет прав на акции этого общества, признается оператор информационной системы, в которой осуществляется выпуск цифровых финансовых активов, что должно быть зафиксировано в решении о выпуске<sup>84</sup>.

Принято различать два основных вида акций: обыкновенные и привилегированные.

Обыкновенная акция дает возможность ее владельцу участвовать на общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, а также право на получение дивидендов, а в случае ликвидации акционерного общества — право на получение части его имущества. Каждая обыкновенная акция предоставляет своему владельцу одинаковый объем прав. Все обыкновенные акции одного эмитента имеют равную номинальную стоимость.

Как правило, привилегированные акции являются неголосующими. Однако уставом непубличного общества могут быть предусмотрены один или несколько типов привилегированных акций, предоставляющих право голоса по всем или некоторым вопросам компетенции общего собрания акционеров<sup>85</sup>.

---

<sup>84</sup> О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон РФ от 31 июля 2020 г. № 259-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>85</sup> Об акционерных обществах : федер. закон РФ от 26 дек. 1995 г. № 208-ФЗ // Там же.

Кроме того, существуют случаи, когда привилегированные акции как ПАО, так и НПАО становятся голосующими, например, при ликвидации акционерного общества — эмитента.

Преимущества, или «привилегии», привилегированных акций заключаются в том, что по этим акциям в уставе акционерного общества должны быть определены размер дивиденда и/или стоимость, выплачиваемая при ликвидации эмитента. Таким образом, акционерное общество может выпускать несколько типов привилегированных акций с разными вариантами «привилегий»:

- фиксированный размер дивиденда;
- фиксированная ликвидационная стоимость;
- фиксированные размеры дивиденда и ликвидационной стоимости.

В этом случае в уставе общества необходимо прописать очередность выплаты дивидендов и/или очередность выплаты ликвидационной стоимости по каждому типу привилегированных акций. Сам же размер выплат по дивидендам и ликвидационной стоимости может определяться в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости акций. В отношении дивидендов также допускается вариант, когда в уставе устанавливается просто порядок его определения или обозначен минимальный размер, в том числе в процентах от чистой прибыли общества.

Привилегированные акции одного типа предоставляют равный объем прав своим владельцам и имеют одинаковую номинальную стоимость. Максимальная доля всех типов привилегированных акций эмитента не должна превышать 25 % от размера его уставного капитала.

Разновидностью привилегированных акций являются кумулятивные привилегированные акции — это акции, по которым невыплаченный дивиденд или не полностью выплаченный дивиденд накапливается и выплачивается не позднее срока, определенного уставом. Если уставом общества такой срок не предусмотрен, привилегированные акции кумулятивными не являются.

Далее рассмотрим следующий распространенный на российском рынке ценных бумаг финансовый инструмент — облигацию.

**Облигация** представляет собой эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую право ее владельца на получение в предусмотренный в ней срок от эмитента облигации ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Наиболее часто погашение облигации осуществляется в денежной форме — в этом случае владельцу облигации возвращается ее номинальная стоимость. Такой параметр как номинальная стоимость заранее устанавливается эмитентом при выпуске облигации, поэтому инвестору известна сумма денежных средств, которую он получит при погашении. Доходом по облигации может быть процент или дисконт.

Таким образом, владелец облигации имеет право требовать от эмитента исполнение двух основных обязательств:

- выплату номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента при предъявлении облигации к погашению инвестором;
- получение дохода, зафиксированного в облигации (процент или дисконт).

Следовательно, можно с уверенностью отнести облигацию к долговым ценным бумагам, так как она выражает отношение займа (долга) между эмитентом и инвестором. При этом эмитент — это должник, а инвестор является кредитором.

Облигация является востребованным финансовым инструментом на российском фондовом рынке. Корпорации, государство, субъекты РФ и местные органы власти прибегают к выпуску облигаций в случаях необходимости привлечения дополнительных финансовых ресурсов. Эта ценная бумага представляет интерес и для инвесторов, поскольку, например, с точки зрения инвестирования она считается более надежной ценной бумагой. Здесь имеет значение то обстоятельство, что невыплата периодического, гарантированного при выпуске облигации дохода в виде купона, а также номинальной стоимости облигации или дисконта (в случае, если доход предусмотрен в виде дисконта) влечет возбуждение процедуры взыскания задолженности с эмитента, вплоть до признания его банкротом.

При этом самыми надежными облигациями на российском фондовом рынке считаются облигации, эмитированные Министерством финансов РФ, т. е. государственные федеральные облигации (ОФЗ и ГСО). Объемы выпуска этих ценных бумаг ежегодно увеличиваются.

Корпоративные облигации — это облигации, эмитентами которых являются юридические лица. Компании различных секторов экономики периодически нуждаются в дополнительном финансировании, например, для покрытия временных кассовых разрывов или реализации новых инвестиционных проектов, расширения либо реструктуризации собственного бизнеса. Активное использование рынка облигаций корпоративными эмитентами началось еще в 2009 г., в том числе в связи с появившейся возможностью выпуска биржевых облигаций.

Биржевая облигация — это облигация, выпуск которой регистрируется биржей, в то время как выпуск «классических» корпоративных облигаций невозможен без их регистрации в Банке России. Одновременно с регистрацией облигаций происходит их допуск к организованным торгам на бирже. В настоящее время биржевые облигации составляют более 90 % всего рынка корпоративных облигаций.

Биржевые облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентного дохода. Выплаты по биржевым облигациям могут осуществляться только деньгами. Они выпускаются в бездокументарной форме, централизо-

ванный учет прав на них осуществляет центральный депозитарий, все предоставляемые права закрепляются в решении об их выпуске.

**Инвестиционный пай** является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд (ПИФ). Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в этом фонде и предоставляет одинаковый объем прав своим владельцам.

Имущество пайщиков, переданное в доверительное управление управляющей компании, и то имущество, которое было получено управляющей компанией в процессе доверительного управления образует единый имущественный комплекс — ПИФ. Это общее имущество пайщиков.

Конструкция ПИФа основана на механизме доверительного управления, участниками которого являются:

- управляющая компания, инвестирующая привлеченные от пайщиков средства в различные активы (ценные бумаги, валюта, недвижимость и пр.);
- учредители доверительного управления — пайщики, т. е. те лица, которые передали свои средства в управляющую компанию для последующего инвестирования.

За счет объединения имущества всех пайщиков в единый имущественный комплекс и его передачи в управление профессионалу фондового рынка, во-первых, происходит диверсификация вложений и снижение рисков, а, во-вторых, появляется возможность улучшить результат инвестиционной деятельности. Однако следует отметить, что и затраты, связанные с инвестированием в инвестиционные пай, выше, чем при самостоятельном формировании и управлении портфелем акций и/или облигаций. Средний размер вознаграждения управляющей компании, необходимость уплаты которого определена законом, составляет от 1 до 3 %. При этом следует иметь в виду, что инвестиционный пай не предоставляет, как правило, своему владельцу какой-либо гарантированный размер дохода. Владельцы принимают риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего ПИФ. Это означает, что если пайщик захочет выйти из фонда и забрать вложенные средства, в то время как стоимость фонда уменьшилась, то он заберет сумму меньшую, чем вложил в фонд и, следовательно, зафиксирует убытки.

Классический набор прав владельца инвестиционного пая следующий:

- право на требование от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом;
- право на получение дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот фонд, если правилами доверительного управления этим фондом предусмотрена выплата такого дохода (только для закрытых и биржевых фондов);



– право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления ПИФом со всеми владельцами инвестиционных паев этого фонда.

Права владельцев инвестиционных паев довольно сильно могут отличаться в зависимости от типа ПИФа: открытый (ОПИФ), интервальный (ИПИФ), закрытый (ЗПИФ), биржевой (БПИФ).

Тип фонда определяет наличие у пайщика права требовать от управляющей компании погашения (выкупа), принадлежащих ему паев, а также то, в какие сроки можно реализовать данное право. В связи с этим пайщик:

– ОПИФа имеет право в любой рабочий день требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев или погашения части паев;

– БПИФа имеет право в любой рабочий день требовать от уполномоченного лица управляющей компании выкупить все или часть принадлежащих ему инвестиционных паев и продать их на бирже, указанной в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

– ИПИФа имеет право в течение срока, установленного правилами доверительного управления, требовать от управляющей компании погашения всех или части принадлежащих ему инвестиционных паев. Этот срок по законодательству не может быть реже, чем один раз в год, но обычно управляющие компании отводят две недели в квартал на такие операции.

Владельцы инвестиционных паев ЗПИФа не имеют право требовать от управляющей компании прекращения договора доверительного управления ПИФом до истечения срока действия ПИФа.

**Опцион эмитента** — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента. По сути, данная ценная бумага предоставляет своему владельцу право купить в будущем некоторое количество акций той же компании, которая выпустила опцион эмитента. Этот финансовый инструмент представляет собой именную ценную бумагу, выпускать которую может исключительно акционерное общество. При этом акционерное общество — эмитент устанавливает период времени и цену будущей сделки. Покупка акций эмитента опциона эмитента зачастую ставится в зависимость от наступления определенных условий. Воспользоваться правами, которые предоставляет опцион эмитента логично тогда, когда котировки акций компании на фондовом рынке выше цены, зафиксированной в опционе эмитента.

В России опционы эмитента не слишком распространены, причин тому несколько. Покупатели данных ценных бумаг не могут самостоятельно определять инвестиционный актив (акции), а также сроки реализации своих прав, так как эти параметры уже заранее определены эмитентом опциона эмитента в односторон-

нем порядке. Выпуск опционов эмитента связан с определенными рисками для эмитентов, основным из которых является резкое повышение рыночных цен на акции компании, так как в этом случае акционерное общество понесет потери от продажи акций дешевле их текущей рыночной стоимости. Также этот финансовый инструмент не может использоваться для получения прибыли на фондовой бирже, поэтому эти ценные бумаги не интересны для трейдеров.

Однако опцион эмитента — это прекрасный инструмент, который позволяет стимулировать труд наемных работников, особенно входящих в руководящий состав. В связи с этим практика его применения довольно часто сводится к распространению данной ценной бумаги как средства премирования среди сотрудников акционерного общества — эмитента. Предполагается, что вследствие успешной работы топ-менеджмента рыночная цена на акции компании со временем возрастет, и конвертация опционов эмитентов в акции будет целесообразна, поскольку зафиксированная в опционе эмитента цена будет ниже цены акций на фондовом рынке. Таким образом, создается ситуация, при которой у сотрудников компании появляется материальная заинтересованность в более эффективном труде.

Следует также обратить на особенности эмиссии опциона эмитента, закрепленные в ст. 27.1 ФЗ «О рынке ценных бумаг». В частности, существует запрет на эмиссию данной ценной бумаги, если количество объявленных акций эмитента меньше количества акций, право на приобретение которых предоставляют такие опционы. Размещение опционов эмитента возможно только после полной оплаты уставного капитала акционерного общества, а количество акций определенной категории (типа), право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать 5 % акций этой категории (типа), размещенных на дату представления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента.

Закрепление в российском законодательстве следующей ценной бумаги — российской депозитарной расписки (РДР) обусловлено естественным развитием отечественного рынка ценных бумаг и его постепенной интеграцией в мировой рынок. Впервые расписки стали выпускаться в Америке в 1927 г. как ответ на решение правительства Великобритании о введении запрета на вывоз акций национальных компаний за территорию страны. Благодаря депозитарным распискам были узаконены инвестиции американских компаний в Англию.

Правительства большинства развитых стран стремятся к нормативному ограничению обращения на национальном рынке иностранных акций. Депозитарные расписки помогают облегчить процесс инвестирования в ценные бумаги иностранных эмитентов, а также выполняют ряд функций:

- международная (опосредование международного движения капитала);

- инвестиционная (расширение круга ценных бумаг для оптимизации инвестиционного портфеля);
- посредническая (снятие барьеров, связанных с валютой, оформлением расчетов, языковых барьеров);
- рисковая (возможность диверсификации портфеля ценных бумаг)<sup>86</sup>.

Депозитарная расписка — это обращающаяся на фондовом рынке данной страны производная ценная бумага, свидетельствующая о владении акциями иностранной компании, депонированными в депозитарном банке, который выпустил данные расписки на эти акции в форме сертификатов или в бездокументарной форме<sup>87</sup>. Несмотря на то что изначально депозитарные расписки стали выпускаться в развитых странах и использовались в целях преодоления различных законодательных ограничений, впоследствии и страны с развивающимися рынками приступили к эмиссии данного финансового инструмента по ряду причин, среди которых:

- необходимость создания надежного инструментария для инвестиционной деятельности при высокой инфляции в стране и девальвации национальной валюты (Аргентина);
- увеличение числа иностранных эмитентов (Бразилия);
- увеличение спектра торгуемого инструментария (Китай, Гонконг);
- поднятие имиджевого аспекта национальных компаний (Индия) и др.<sup>88</sup>

**Российская депозитарная расписка** — это эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента РДР получения взамен РДР соответствующего количества представляемых ценных бумаг, а также оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем РДР прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами.

РДР представляет собой аналог наиболее распространенных на мировом фондовом рынке депозитных расписок.

1. Американские депозитарные расписки (ADR) — это расписки, выпущенные на акции и облигации иностранных по отношению к Америке компаний. Они номинированы в долларах и размещаются и обращаются преимущественно на рынках Америки, хотя встречаются также и в Европе.

2. Глобальные депозитарные расписки (GDR) — это расписки, допущенные к обращению сразу несколькими странами.

Кроме того, достаточно известны европейские депозитарные расписки, аргентинские депозитарные расписки и др.<sup>89</sup>

---

<sup>86</sup> Курилова А. А. Депозитарные расписки как инструмент финансовой интеграции // Балканско научно обозрение. 2020. Т. 4. № 4 (10) С. 59.

<sup>87</sup> Лещукова И. В. Производные финансовые инструменты — понятие, основные виды // Инновационная наука. 2018. № 6. С. 75.

<sup>88</sup> Курилова А. А. Депозитарные расписки как инструмент финансовой интеграции. С. 59.

Многие крупные российские компании в целях привлечения большего количества инвесторов разместили свои расписки на зарубежных фондовых биржах. Франкфуртская биржа, расположенная в Германии, — первая из мировых бирж, которая стала работать с российскими эмитентами. Впервые РДР были выпущены 24 декабря 2010 г. Это были расписки на обыкновенные акции компании «РУСАЛ», которая на тот период времени была зарегистрирована на острове Джерси (юрисдикция Великобритании)<sup>90</sup>. Одна РДР предоставляла ее держателю право на десять акций компании, стартовая цена — 460 р. за одну расписку. Депозитарием-эмитентом расписок выступил Сбербанк России, финансовым консультантом — ВТБ Капитал.

Сегодня Россия занимает значительное место как по оборотам торговли, так и по количеству выпущенных программ на акции своих эмитентов. Определенную роль в росте объемов эмиссии РДР российскими компаниями сыграл тот факт, что выпуск РДР позволил эмитентам уйти от проблем, которые могли бы возникнуть в связи с двойным IPO. При этом доминирующая позиция депозитарных расписок на акции российских компаний по-прежнему остается за компаниями нефтегазовой, телекоммуникационной и электроэнергетической отраслей, так как именно в этих сферах отечественной экономики сосредоточен основной объем иностранных инвестиций.

Выпуск депозитарных расписок с помощью быстрого и широкомасштабного предложения позволяет компании выйти на международный рынок капитала. При размещении акций особое внимание уделяется поддержанию их ликвидности. Как известно, спрос на акции и их рыночная стоимость непосредственно зависят от количества потенциальных покупателей. Следовательно, чем больше игроков захотят и смогут эти ценные бумаги покупать и продавать, т. е. чем больше будет объем торгов, тем выше интерес к ним среди крупных участников. Выход на международный рынок капитала позволяет расширить список потенциальных инвесторов и, соответственно, повысить ликвидность акций на отечественном рынке<sup>91</sup>.

В соответствии с российским законодательством допускается, что эмитент представляемых ценных бумаг, т. е. ценных бумаг, лежащих в основе РДР, может принимать либо не принимать на себя обязательства перед владельцем РДР. В случае принятия эмитентом обязательств РДР будет также удостоверять право ее владельца требовать надлежащего выполнения этих обязанностей. Эмиссия российских депозитарных расписок, по которым эмитент представляемых ценных бумаг не принимает на себя обязательства перед владельцами РДР, допускается только при условии, что представляемые ценные бумаги прошли процедуру листинга на иностран-

---

<sup>89</sup> Курилова А. А. Депозитарные расписки как инструмент финансовой интеграции. С. 59.

<sup>90</sup> URL: <https://tass.ru/ekonomika/9554483>.

<sup>91</sup> Курилова А. А. Депозитарные расписки как инструмент финансовой интеграции. С. 61.

ной бирже, соответствующей критериям, установленным нормативными актами Банка России.

Можно заметить некое сходство РДР с опционом эмитента, которое заключается в том, что в основе обеих ценных бумаг лежат другие ценные бумаги. Поэтому опцион эмитента и РДР принято относить к вторичным ценным бумагам или, другими словами, «бумагам на другие ценные бумаги». Разница лишь в том, что опцион эмитента дает право своему владельцу приобрести акции в будущем, а РДР уже удостоверяет право собственности ее владельца на определенное количество иностранных ценных бумаг.

Целью выпуска РДР является повышение привлекательности иностранных акций и обеспечение доступа к ним широкого круга российских инвесторов, что было особенно актуально в тот период времени, когда торги с зарубежными ценными бумагами не проводились на российских биржах<sup>92</sup>. Кроме того, эмитент РДР, которым является российский депозитарий, осуществляющий депозитарную деятельность не менее трех лет, берет на себя все риски, связанные с приобретением российским инвестором иностранных ценных бумаг. Таким образом, инвестору нет необходимости вникать в нюансы регулирования финансовых рынков и особенности налогообложения по ценным бумагам в каждой отдельной стране, ценные бумаги которой он бы хотел приобрести, так как эти задачи в случае с РДР входят в компетенцию российского депозитария.

РДР могут размещаться путем открытой или закрытой подписки, а также путем их размещения на условиях передачи представляемых ценных бумаг.

РДР одного выпуска могут удостоверить право собственности на представляемые ценные бумаги только одного иностранного эмитента и только одного их вида (категории, типа). Считается, что если владелец РДР получил от депозитария соответствующее ей количество представляемых ценных бумаг, то такая РДР погашается.

Выплаты владельцам РДР осуществляются российским депозитарием в валюте Российской Федерации, если иное не установлено решением о выпуске РДР. Срок указанных выплат не может превышать пяти дней со дня получения депозитарием от эмитента представляемых ценных бумаг соответствующих денежных средств.

Рассмотрим следующую ценную бумагу — **вексель**. Вексель — это результат многовекового развития товарно-денежного хозяйства. История появления векселя уходит своими корнями в средние века (XII–XIV вв.) и связана с потребностью торговцев сохранить свой капитал от разбоя на дорогах во время переездов, при переводе денег из одной местности в другую, а также при обмене монет одного государства на валюту другого государства. Таким образом, вексель стал определенного рода заменителем денег.

---

<sup>92</sup> Иностранные акции появились на Санкт-Петербургской бирже в 2014 г., на Московской бирже — в 2020 г.

Вексель используется отдельными субъектами предпринимательской деятельности и сегодня в качестве простого и удобного финансового инструмента.

До 2018 г. вексельные отношения регулировались второй частью ГК РФ, где в гл. 42, посвященной займу, в ст. 815 приводилось определение данной ценной бумаги. Однако привязка векселя только лишь к договору займа, по мнению многих исследователей, выглядела некорректной, так как, наоборот, заем является одним из множества оснований выдачи векселя, наиболее распространенным, но не единственным.

Действующая редакция ГК РФ уже не содержит определение векселя, а все отношения, связанные с выпуском и обращением векселей в России регулируются:

- Федеральным законом «О переводном и простом векселе» от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ;

- Положением о переводном и простом векселе, утвержденном Постановлением ЦИК СССР и СНК СССР «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе» от 7 августа 1937 г. № 104/1341.

Существуют простые и переводные векселя. Под простым векселем следует понимать ценную бумагу, удостоверяющую письменное и ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить определенную денежную сумму векселедержателю в определенный срок в обусловленном месте. Переводной вексель представляет собой ценную бумагу, удостоверяющую письменный и ничем не обусловленный приказ (предложение) векселедателя третьему лицу уплатить определенную денежную сумму векселедержателю в определенный срок в обусловленном месте.

Отличие между простым и переводным векселем заключается в минимальном количестве участников сделки. Так, в сделке с простым векселем задействованы минимум два лица — векселедержатель и векселедатель, при этом последний, он же должник, является плательщиком по векселю. В переводном векселе векселедатель переводит платеж на третье лицо, в связи с чем минимальное количество участников в этой сделке — трое.

Максимальное количество участников сделки с векселем может быть неограничено в связи с тем, что вексель обладает свойством обращаемости и может передаваться путем совершения на нем передаточной надписи. Эта передаточная надпись называется индоссамент, она не требует нотариального удостоверения. Ответственность по векселю для участвующих в нем лиц является солидарной, за исключением лиц, совершивших безоборотную надпись, т. е. надпись «без оборота на меня».

Векселя используются для расчетов за товары (работы, услуги), а также для оформления заемного финансирования.

Инвестициями в векселя считаются вложения, осуществленные в приносящий доход вексель. Как правило, ими являются банковские векселя. Если пе-

редача векселя за товары (работы, услуги) рассматривается вместо денег, то речь идет о так называемых товарных или расчетных векселях.

Товарные (расчетные) векселя — векселя, используемые для расчетов между организациями в реальных сделках, связанных с поставкой товаров (выполнением работ, оказанием услуг).

Финансовые векселя — векселя, которые в своей основе имеют заемно-кредитные отношения, когда одно лицо (заимодавец) предоставляет другому лицу (заемщику) имеющиеся у него свободные денежные средства. Данные векселя приобретаются с целью извлечения прибыли от роста рыночной стоимости или получения процента.

Разделение векселей на товарные и финансовые является достаточно условным, так как вексель в одной ситуации может использоваться при расчетах, а в другой — быть финансовым.

Вексель — это исключительно документарная ценная бумага, содержание которой установлено законом. Если в векселе отсутствует любой из обязательных реквизитов, то он теряет статус ценной бумаги.

Простой вексель должен содержать следующие реквизиты:

- наименование «вексель», включенное в сам текст и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
- простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму;
- указание срока платежа;
- указание места, в котором должен быть совершен платеж;
- наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен;
- указание даты и места составления векселя;
- подпись того, кто выдает документ (векселедателя).

Обязательными реквизитами для переводного векселя являются:

- наименование «вексель», включенное в сам текст документа и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
- простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму;
- наименование того, кто должен платить (плательщика);
- указание срока платежа;
- указание места, в котором должен быть совершен платеж;
- наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен;
- указание даты и места составления векселя;
- подпись того, кто выдает вексель (векселедателя).

Различают четыре срока платежа как по простому, так и по переводному векселю:

- на определенный день;
- во столько-то времени от составления векселя;
- во столько-то времени от предъявления векселя;

– по предъявлении (должен быть предъявлен к платежу в течение одного года со дня его составления).

При неоплате векселя в установленный срок необходимо совершение нотариального протеста.

**Чек** отнесен к числу ценных бумаг ГК РФ, также этот закон закрепляет его в качестве одной из форм безналичных расчетов<sup>93</sup>. Чеком признается ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю<sup>94</sup>. Плательщиком по чеку может быть только банк. Чекодатель, как правило, должен иметь средства на своем счете в этом банке, после чего он может распоряжаться ими путем выставления чеков. Плательщик, в свою очередь, обязан удостовериться всеми доступными ему способами в подлинности чека, а также в том, что предъявитель чека является уполномоченным по нему лицом. После оплаты чека плательщик может потребовать передачи ему чека с распиской в получении денег по нему. В случае возникновения убытков из-за оплаты плательщиком подложного, похищенного или утраченного чека, их покрытие может быть возложено как на плательщика, так и на чекодателя в зависимости от того, по чьей вине они были причинены.

Чек всегда имеет документарную форму. Реквизиты чека:

- наименование «чек», включенное в текст документа;
- поручение плательщику выплатить определенную денежную сумму;
- наименование плательщика и указание счета, с которого должен быть произведен платеж;
- указание валюты платежа;
- указание даты и места составления чека;
- подпись лица, выписавшего чек (чекодателя).

Отсутствие в документе какого-либо из указанных реквизитов лишает его силы чека.

ГК РФ допускает возможность выпуска именных и переводных чеков. Именные чеки, выписываются на конкретное лицо, их нельзя передавать третьим лицам. Переводные чеки передаются по индоссаменту.

**Сберегательный и депозитный сертификаты** являются ценными бумагами, удостоверяющими факт внесения вкладчиком в банк суммы вклада и право владельца такого сертификата на получение по истечении установленного сертификатом срока суммы вклада и процентов в банке, выдавшем сертификат.

Выпуск и обращение сберегательных и депозитных сертификатов регулируется Положением Банка России «О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций» от 3 июля 2018 г. № 645-П и ст. 36.1 Федерального закона «О банках и банковской деятельности» от 2 декабря 1990 г. № 395-1.

---

<sup>93</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть 2 : федер. закон РФ от 26 янв. 1996 г. 14-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>94</sup> Там же.



Итак, эмитентом сберегательных и депозитных сертификатов является кредитная организация. Владелец сберегательного сертификата может быть только физическое лицо, в том числе индивидуальный предприниматель. Сумма вклада, внесенного по сберегательному сертификату, подлежит страхованию в соответствии с законом о страховании вкладов физических лиц. Если кредитная организация имеет право на привлечение во вклады денежных средств юридических лиц без права на привлечение во вклады денежных средств физических лиц в соответствии с лицензией, выдаваемой Банком России, то такая кредитная организация не может выпускать сберегательные сертификаты. Владелец депозитного сертификата может быть только юридическое лицо.

Сберегательные и депозитные сертификаты — это именные ценные бумаги, которые выпускаются в документарной форме. Обычно сертификаты передаются на руки их владельцам. Но также они могут быть обездвижены, т. е. при выпуске оставаться на хранении в выдавшем их банке. В таком случае права владельцев сертификатов закрепляются в одном сертификате (общий сертификат).

Кредитная организация, выдавшая сберегательный или депозитный сертификат, ведет учет выданных сберегательных или депозитных сертификатов и прав на них. Права владельца сберегательного и депозитного сертификата удостоверяются записями в системе учета выдавшей его кредитной организации. По требованию Банка России кредитная организация должна предоставить список лиц, являющихся владельцами сберегательных и депозитных сертификатов на определенный день.

Переход права собственности к новому приобретателю сертификата осуществляется в порядке, установленном для уступки требования (цессии), и происходит с момента внесения соответствующей записи в систему учета кредитной организации — эмитента сертификата.

Если условиями сберегательного или депозитного сертификата не установлен иной размер процентов, то при досрочном предъявлении сертификата к погашению проценты начисляются по ставке, как по вкладам до востребования.

Согласно ст. 912 ГК РФ, товарный склад выдает в подтверждение принятия товара на хранение один из следующих складских документов:

- двойное складское свидетельство;
- простое складское свидетельство;
- складскую квитанцию.

**Двойное складское свидетельство** состоит из двух частей — складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта), которые могут быть отделены одно от другого.

Двойное складское свидетельство, каждая из двух его частей, и простое складское свидетельство являются ценными бумагами. Таким образом, основа-

нием выдачи складского свидетельства является принятие складом на хранение какого-либо товара.

С передачей складского свидетельства происходит передача прав собственности на товар. Как правило, товарный склад ведет реестр, выданных складских свидетельств.

Товар, принятый на хранение по двойному или простому складскому свидетельству, может быть в течение его хранения предметом залога путем залога соответствующего свидетельства.

Складские свидетельства представляют собой уникальное явление на российском рынке ценных бумаг. Их обращение позволяет облегчить оборот товаров, не совершая их физического перемещения. Принципиальное отличие складских свидетельств от других видов ценных бумаг состоит в том, что они опосредуют товарную сторону денежных отношений. Широкое использование складских свидетельств в нашей стране помогло бы найти новые источники финансирования производства товаров, ускорило бы товарно-денежный оборот и повысило бы надежность кредитных операций. Ценность складских свидетельств определяется возможностью беспрепятственно вступать в полное владение складуемым имуществом. Процедура такого вступления юридически отработана и осуществляется практически автоматически<sup>95</sup>. Складские свидетельства имеют распространение не только в России, но и за рубежом, например в Америке.

Как уже было отмечено, двойное складское свидетельство представляет собой ценную бумагу, состоящую из двух частей — складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта), которые могут быть отделены друг от друга. В случае разделения двойного складского свидетельства на две самостоятельные ценные бумаги происходит и разделение права распоряжения хранящимися на складе товарами. В частности, держатель складского свидетельства, которое отделено от залогового свидетельства, имеет право распоряжаться хранимыми на товарном складе товарами, однако его право определенным образом ограничено. В частности, такое лицо не может получить товары обратно до того момента, пока не будет возвращен кредит, указанный в залоговом свидетельстве. Что касается держателя только залогового свидетельства, которое было отделено от складского, то у него есть лишь право залога на товар в размере выданного под залог кредита и процентов по нему<sup>96</sup>.

Двойное складское свидетельство и каждая из его частей являются ордерами ценными бумагами, и в связи с этим права по ним переходят по специальной передаточной надписи — индоссаменту.

**Простое складское свидетельство** — это предъявительская ценная бумага, выдаваемая товарным складом определенному лицу в удостоверение факта принятия на хранение от этого лица определенного товара и воплощающая в себе

---

<sup>95</sup> Гришаев С. П. Ценные бумаги: виды и практика применения // Российская газета. Вып. 2. 2016.

<sup>96</sup> Там же.

право ее держателя получить товар. Незаложное простое свидетельство может передаваться другому лицу путем простого вручения без совершения передаточной надписи. В силу того, что простое складское свидетельство является предъявительской ценной бумагой, оно обладает повышенной оборотоспособностью.

Основные реквизиты складского свидетельства:

- наименование и местонахождение товарного склада, принявшего товар на хранение;
- текущий номер складского свидетельства по реестру склада;
- наименование юридического лица либо гражданина, от которого товар принят на хранение, а также место нахождения (место жительства) товаровладельца;
- наименование и количество принятого на хранение товара — число единиц и/или товарных мест и/или меру (вес, объем) товара;
- срок, на который товар принят на хранение, если такой срок устанавливается, либо указание, что товар принят на хранение до востребования;
- размер вознаграждения за хранение либо тарифы, на основании которых оно исчисляется, и порядок оплаты хранения;
- дату выдачи складского свидетельства.

Еще одной ценной бумагой, обсуживающей товарооборот, является коносамент. **Коносамент** удостоверяет право его держателя распоряжаться указанным в коносаменте грузом и получить груз после завершения морской перевозки. Следовательно, коносамент, с одной стороны, представляет собой доказательство поставки груза на борт судна, с другой — выступает способом передачи прав на находящийся в пути товар его перевозчику.

Изначально коносамент был документарной ценной бумагой, однако следует отметить, что в настоящее время наблюдается тенденция к замене бумажных коносаментов на электронные. Коносамент может быть выдан на имя определенного получателя (именной коносамент), приказу отправителя или получателя (ордерный коносамент), либо на предъявителя.

Как и любая другая ценная бумага, коносамент должен иметь определенный набор формальных реквизитов. Так, согласно п. 1 ст. 144 Кодекса торгового мореплавания, в коносамент должны быть включены следующие данные:

- наименование перевозчика и место его нахождения;
- наименование порта погрузки согласно договору морской перевозки груза и дата приема груза перевозчиком в порту погрузки;
- наименование отправителя и место его нахождения;
- наименование порта выгрузки согласно договору морской перевозки груза;
- наименование получателя, если он указан отправителем;
- наименование груза, необходимые для идентификации груза основные марки, указание в соответствующих случаях на опасный характер или особые свойства груза, число мест или предметов и масса груза или обозначенное

иным образом его количество. При этом все данные указываются так, как они представлены отправителем;

- внешнее состояние груза и его упаковки;
- фрахт в размере, подлежащем уплате получателем, или иное указание на то, что фрахт должен уплачиваться им;
- время и место выдачи коносамента;
- число оригиналов коносамента, если их больше чем один;
- подпись перевозчика или действующего от его имени лица.

Далее рассмотрим ипотечные ценные бумаги, к которым относятся закладная, ипотечный сертификат участия и облигация с ипотечным покрытием.

Выпуск и обращение закладных в нашей стране регулируется ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)». Согласно ст. 13 указанного закона, **закладная** является ценной бумагой, удостоверяющей следующие права ее владельца:

- право на получение исполнения по денежным обязательствам, обеспеченным ипотекой, без представления других доказательств существования этих обязательств;
- право залога на имущество, обремененное ипотекой.

Закладная составляется залогодателем. Залогодателем может быть сам должник по обязательству, обеспеченному ипотекой, т. е. покупатель недвижимости, либо третье лицо, не участвующее в этом обязательстве. При этом имущество, на которое установлена ипотека, остается во владении и пользовании залогодателя. После составления закладной она передается первому залогодержателю — банку, выдавшему ипотечный кредит.

Составление и выдача закладной не допускаются, если предметом ипотеки является предприятие как имущественный комплекс или право его аренды, а также если ипотекой обеспечивается денежное обязательство, сумма долга по которому не определена и не может быть определена в настоящий момент.

Закладная — это именная ценная бумага, которая может быть выпущена в документарной или бездокументарной форме. Бездокументарная закладная представляет собой электронный документ, который обязательно передается на хранение в депозитарий и подписан усиленной квалифицированной электронной подписью (электронная закладная). Записи об электронной закладной должны храниться в депозитарии в течение десяти лет.

Документарная закладная также, как правило, обездвижена, так как передается на хранение и для учета прав на нее в депозитарий. В этом случае на закладной делается отметка, содержащая наименование и местонахождение депозитария.

Права собственности на закладную может быть подтверждено только записью по счету депо в депозитарии, а передача прав на закладную и совершение иных сделок с ней могут осуществляться только путем внесения соответствующих записей по счету депо.

Определение ипотечного сертификата участия (ИСУ) и облигации с ипотечным покрытием содержится в ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

**Облигация с ипотечным покрытием** — облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается полностью или частично залогом ипотечного покрытия. Разновидностью облигации с ипотечным покрытием является жилищная облигация с ипотечным покрытием — облигация с ипотечным покрытием, в состав которого входят только права требования, обеспеченные залогом жилых помещений. В то время как ипотечное покрытие облигаций с ипотечным покрытием могут составлять денежные средства в рублях и иностранной валюте, недвижимое имущество (только в результате его приобретения — оставления за собой — эмитентом при обращении на него взыскания), ипотечные сертификаты участия, закладные и государственные ценные бумаги.

Выплаты по ипотечным облигациям осуществляются чаще на ежеквартальной основе и состоят из процентного дохода и частичного погашения номинальной стоимости облигаций. Размер процентного дохода формируется из процентных поступлений по ценным бумагам — закладным, которые и составляют, как правило, ипотечное покрытие. Частичное погашение номинала облигаций определяется объемом платежей, поступивших в счет погашения основного долга по закладным, составляющим ипотечное покрытие (плановое и досрочное погашение основного долга заемщиками, а также выкуп дефолтных ипотечных кредитов, если он предусмотрен условиями эмиссии).

Ипотечные ценные бумаги принято относить к надежным ценным бумагам, в том числе по той причине, что в механизм выпуска и обслуживания этих ценных бумаг вовлечены специальные участники. В частности, учет, хранение и распоряжение имуществом, составляющим ипотечное покрытие, осуществляет специализированный депозитарий. Сама же эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться только кредитными организациями или специализированными коммерческими организациями — ипотечными агентами, которые создаются специально для выпуска ипотечных ценных бумаг. Помимо выпуска ипотечных ценных бумаг, ипотечные агенты также могут приобретать обеспеченные ипотекой или залогом прав требования участника долевого строительства, что свидетельствует о достаточно узкой специализации этих участников.

Также следует отметить, что ипотечные агенты не имеют штата сотрудников и не вправе заключать возмездные договоры с физическими лицами, для них действует особый режим банкротства: ипотечное покрытие исключается из конкурсной массы и направляется исключительно на погашение требований владельцев облигаций. Функции единоличного исполнительного органа (генерального директора) выполняет управляющая организация, а все иные функции, которые требуется осуществлять для обеспечения деятельности ипотечного агента, выполняют привлеченные компании. Надзор

за деятельностью ипотечных агентов осуществляет Банк России. Таким образом, использование специальных компаний — ипотечных агентов — позволяет обеспечить максимальную защиту интересов инвесторов ипотечных ценных бумаг.

Ипотечные облигации, обращающиеся сегодня на Московской бирже, можно условно разделить на три группы.

1. Однотраншевые. Представляют собой облигации, по которым одно ипотечное покрытие, т. е. один пул кредитов, обеспечивает только один выпуск таких облигаций. Это классическая схема размещения ипотечных облигаций.

Главным эмитентом таких облигаций на российском фондовом рынке является ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент». ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» — это 100%-я дочерняя компания ДОМ.РФ, которая выступает в роли ипотечного агента. Развитие рынка ипотечных облигаций входит в число основных задач ДОМ.РФ и является одним из ключевых инструментов достижения целевых показателей Указа Президента РФ «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года» от 21 июля 2020 г. и национального проекта «Жилье и городская среда». Указом поставлена цель по улучшению жилищных условий не менее 5 млн семей ежегодно. Ипотечный агент ДОМ.РФ вошел в топ-3 эмитентов корпоративного сектора России по итогам 2020 г. по данным Cbonds, выпустив 12 эмиссий облигаций на общую сумму 371,245 млрд р. Дополнительное кредитное усиление обеспечивается солидарным поручительством АО «ДОМ.РФ». Механизм выпуска ипотечных облигаций ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» также предполагает выкуп АО «ДОМ.РФ» всех закладных с просрочкой более 90 дней из ипотечного покрытия по номинальной стоимости.

2. Структурированные ипотечные ценные бумаги (многоотраншевые). В этом случае один пул кредитов, или одно ипотечное покрытие, обеспечивает несколько выпусков облигаций.

Эти ценные бумаги также выпускаются ипотечными агентами, однако при выпуске кредитный риск распределяется между двумя и более рисковыми позициями, имеющими различную очередность исполнения обязательств. Как правило, владельцы старшего транша имеют приоритетное право на получение выплат по сравнению с держателями младших траншей. Следовательно, чем младше транш, тем выше риск и сопутствующая доходность. В случае убытков (дефолтов по ипотечным кредитам) в первую очередь страдают держатели младших траншей. Поэтому, помимо субординации, структурированные ипотечные ценные бумаги могут иметь различные формы кредитного усиления: поручительство третьей стороны, кредит, кредитная линия, резервный фонд и пр.

3. Балансовые ипотечные ценные бумаги. Их эмитентами выступают кредитные организации. Кредитный риск по таким ценным бумагам связан не только с ипотечными кредитами, которые обеспечивают выплаты по ипо-

течным ценным бумагам, но и с кредитными рисками самого эмитента. В связи с этим данная разновидность ипотечных ценных бумаг считается наименее устойчивой.

Еще одна ипотечная ценная бумага — **ипотечный сертификат участия**, который удостоверяет долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, его право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, приобретенных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права.

Ипотечный сертификат участия не имеет номинальной стоимости. Это неэмиссионная именная ценная бумага.

Ипотечные сертификаты участия, как и закладные, можно включать в ипотечное покрытие под выпуски облигаций. Этот инструмент, по сравнению с облигациями, предоставляет своим владельцам более высокую доходность. Однако и риски вложения денежных средств в него несколько выше в связи с тем, что риски распределяются между всеми инвесторами, тогда как в случае с ипотечными облигациями максимальный риск сосредоточен в банке, выдавшем ипотечный кредит.

Правом выпуска ипотечных сертификатов участия обладают только кредитные организации и управляющие компании, имеющие лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, ПИФа-ми и НПФа-ми.

В основе выпуска и обращения ипотечных сертификатов участия заложен механизм коллективного доверительного управления. У владельцев ипотечных сертификатов участия существует общая долевая собственность на ипотечное покрытие, под которое они выдаются. Само же ипотечное покрытие находится в доверительном управлении управляющей компании. Срок, на который может быть заключен договор доверительного управления ипотечным покрытием и под которое выдается ипотечный сертификат участия, не может быть менее 1 года и более 40 лет.

Можно заметить, что ипотечный сертификат участия имеет схожие черты с инвестиционным паем. Однако если в случае с ипотечным сертификатом участия управляющая компания управляет портфелем выданных ипотечных кредитов — ипотечным покрытием, то при выпуске инвестиционного пая управляющая компания осуществляет доверительное управление ПИФом, т. е. имущественным комплексом, включающим в себя ценные бумаги, денежные средства, недвижимость и др.

**Клиринговый сертификат участия (КСУ)** является относительно новым видом ценной бумаги. Он появился в 2016 г. в связи с внесением изменений в Федеральный закон «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» от 7 февраля 2011 г. № 7-ФЗ.

Эта ценная бумага впервые была выпущена на Московской бирже как вспомогательный инструмент в сделках РЕПО. Сделка (соглашение) РЕПО — это сделка купли (продажи) ценных бумаг с обязательством обратной продажи (покупки) через определенный срок по заранее определенной в этом соглашении цене. В сделке участвует покупатель и продавец. Первая часть договора РЕПО заключается в продаже продавцом ценных бумаг и их оплате покупателем. Вторая часть договора РЕПО подразумевает обратную операцию: покупатель возвращает приобретенные им в первой части договора ценные бумаги, а продавец — денежные средства, увеличенные на сумму комиссионного вознаграждения.

Востребованность РЕПО объясняется возможностью быстрого (оперативного) получения денежных средств. Сегодня это один из способов пополнения ликвидности в банковском секторе. Такие операции не требуют подтверждения платежеспособности заемщика (продавца) и предоставления им большого количества справок и документов.

По своим экономическим характеристикам сделка РЕПО похожа на кредитование под залог ценных бумаг. Однако в результате совершения первой части сделки РЕПО право собственности на ценные бумаги переходит к покупателю, который впоследствии может продать эти ценные бумаги на более выгодных условиях, заложить и т. д. Бывший же владелец фактически отказывается от всех прав и возможностей, предоставляемых проданными ценными бумагами, на весь период сделки РЕПО. В частности, речь идет о получении дивидендов, купонных выплат, права голоса и т. д.

Для преодоления имеющихся недостатков сделки РЕПО в 2016 г. на Московской бирже был внедрен новый финансовый инструмент — клиринговый сертификат участия. Целью введения КСУ является реализация такого механизма, при котором сделка РЕПО была бы обеспечена залогом, но при этом ценные бумаги, находящиеся в этом залоге, одновременно находились бы и в распоряжении своего первого владельца.

Клиринговый сертификат участия — это неэмиссионная документарная предъявительская ценная бумага с обязательным централизованным хранением, выдаваемая клиринговой организацией, сформировавшей имущественный пул, и удостоверяющая право ее владельца требовать от клиринговой организации выплаты ее номинальной стоимости при наступлении определенных условий. Клиринговые сертификаты участия не выдаются на руки своим владельцам.

На Московской бирже участником клиринга является небанковская кредитная организация — центральный контрагент «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество), сокращенно НКО НКЦ (АО) (НКЦ)<sup>97</sup>.

---

<sup>97</sup> С момента создания в мае 2006 г. и до 2017 г. НКЦ функционировал в статусе банка с наименованием Банк «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество). 28 ноября 2017 г. во исполнение требований Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 29 декабря 2015 г. № 403-ФЗ и решением ПАО Московской Биржи НКЦ приобрел статус небанковской кредитной организации — Центральный контрагент НКЦ.



НКЦ выполняет функции клиринговой организации и центрального контрагента на финансовом рынке, переоценивает риски операций с ценными бумагами и предоставляет гарантию переводов. Именно НКЦ выпускают клиринговые сертификаты участия. При этом важным этапом на пути выпуска клирингового сертификата участия является формирование имущественного пула.

Имущественный пул — это обособленная совокупность ценных бумаг и иного имущества, внесенного участниками клиринга. Клиринговая организация может формировать несколько имущественных пулов. В таком случае каждый имущественный пул имеет свое индивидуальное обозначение, по которому его можно идентифицировать, а имущество каждого имущественного пула должно быть обособлено друг от друга (за исключением денежных средств и драгоценных металлов). Также имущественный пул должен быть обособлен от имущества клиринговой организации, которая его сформировала.

Решение клиринговой организации о формировании имущественного пула не требует государственной регистрации. Единственным требованием к решению о формировании имущественного пула, которое содержит законодательство РФ, является указание наименования депозитария, который будет осуществлять централизованное хранение клиринговых сертификатов участия и учет прав на них.

В имущественный пул могут вноситься ценные бумаги, денежные средства, в том числе в иностранной валюте, драгоценные металлы, а также товары, допущенные к организованным торгам и/или являющиеся базисным активом производного финансового инструмента, допущенного к организованным торгам.

Участник клиринга, внесший имущество в имущественный пул, именуется участником пула. Участник клиринга может вносить в имущественный пул собственное имущество, а также имущество своих клиентов. Но не может вноситься в имущественный пул имущество, обремененное залогом.

Передача имущества в имущественный пул не влечет за собой перехода права собственности на переданное имущество к клиринговой организации. Однако клиринговая организация может использовать в своих интересах денежные средства и/или драгоценные металлы, включенные в состав пула, если это предусмотрено договором об имущественном пуле. В этом случае указанные денежные средства, драгоценные металлы зачисляются клиринговой организацией, сформировавшей пул, на ее собственный банковский счет. Имущественный пул (имущество, входящее в имущественный пул) служит обеспечением обязательств, допущенных к клирингу.

Порядок формирования имущественного пула, распоряжения имуществом, составляющим пул, определяется клиринговой организацией самостоятельно в договоре об имущественном пуле, при этом условия договора должны соответствовать правилам клиринга.

Договор об имущественном пуле должен содержать:

- определение имущества, которое может быть внесено в пул;
- номинальную стоимость клирингового сертификата участия;
- права владельца клирингового сертификата участия;
- права и обязанности участников пула;
- права и обязанности клиринговой организации, сформировавшей пул, в том числе по выдаче и погашению клиринговых сертификатов участия;
- порядок опубликования решения о формировании имущественного пула;
- порядок и сроки прекращения имущественного пула;
- порядок внесения в клиринговые регистры записей о внесенном в пул имуществе;
- порядок раскрытия и/или предоставления информации об имущественном пуле.

Клиринговый сертификат участия выдается НКЦ взамен внесенных в имущественный пул ценных бумаг, после чего эта ценная бумага используется в сделке РЕПО.

Преимущества сделок РЕПО с клиринговыми сертификатами участия следующие:

- ценные бумаги, внесенные в пул, остаются в распоряжении своего владельца. Это значит, что он может пользоваться всеми правами, вытекающими из принадлежащих ему ценных бумаг, например получать дивиденды, участвовать в управлении компанией и т. д.;
- в случае необходимости ценные бумаги можно вывести из пула, заменив их другими равными по стоимости активами.

Участник пула, который является владельцем клирингового сертификата участия, может потребовать погашения всех имеющихся у него сертификатов или определенной их части. При погашении сертификатов участник пула получает от клиринговой организации имущество, внесенное в имущественный пул.

Погашаются клиринговые сертификаты согласно их номинальной стоимости. У всех клиринговых сертификатов участия одного имущественного пула должна быть одинаковая номинальная стоимость.

Далее рассмотрим «самую новую» для российского фондового рынка ценную бумагу — **цифровое свидетельство**. С 1 октября 2019 г. понятие «цифровые права» было введено в ГК РФ, и они стали новым объектом гражданских прав. Теперь, согласно ГК РФ, действует новое правило о письменной форме сделки. Она будет считаться соблюденной, даже если такая сделка совершена с помощью электронных или других технических средств.

Данное внесение изменений в ГК РФ было продиктовано тем, что с 1 января 2020 г. вступил в силу Федеральный закон «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 2 августа 2019 г.

№ 259-ФЗ, подготовленный во исполнение Стратегии для развития малого и среднего предпринимательства в РФ на период до 2030 г.

Инвестиционная платформа — это платформа для привлечения инвестиций. Эта площадка существует в сети Интернет (онлайн-площадка), и на ней с помощью информационных технологий и технических средств заключаются договоры инвестирования. Без инвестиционных платформ инвестиции в современном мире сложно себе представить.

Доступ к инвестиционной платформе предоставляется оператором инвестиционной платформы, который имеет собственный минимальный капитал в сумме 5 млн р. Оператор инвестиционной платформы — это лицо, которое осуществляет деятельность по привлечению инвестиций.

Существует ассоциация операторов инвестиционных платформ. Реестр операторов инвестиционных платформ ведет Банк России.

Участники инвестиционной платформы следующие.

1. Инвестор — физическое лицо (гражданин) или юридическое лицо, которым оператор инвестиционной платформы оказывает услуги по содействию в инвестировании, т. е. помогает вложить свободные денежные средства.

Физические лица (кроме индивидуальных предпринимателей, квалифицированных инвесторов, а также граждан, приобретающих утилитарные цифровые права по договорам с публичными акционерными обществами) могут инвестировать через инвестиционные платформы не более 600 тыс. р. в год;

2. Лицо, привлекающее инвестиции — юридическое лицо или индивидуальный предприниматель, которым оператор инвестиционной платформы оказывает услуги по привлечению инвестиций. Существует ограничение на максимальную сумму привлечения инвестиций через инвестиционную платформу — не более 1 млрд р. в год.

Инвестирование с использованием инвестиционной платформы может осуществляться следующими способами:

- путем предоставления займов;
- путем приобретения эмиссионных ценных бумаг, размещаемых с использованием инвестиционной платформы (за исключением ценных бумаг кредитных организаций, некредитных финансовых организаций, а также структурных облигаций и ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов). При этом предусмотрено упрощение процедуры эмиссии таких ценных бумаг;
- путем приобретения утилитарных цифровых прав;
- путем приобретения цифровых финансовых активов.

Таким образом, помимо традиционных способов привлечения инвестиций с помощью займов и размещения долевых или долговых ценных бумаг, теперь есть возможность привлечения инвестиций через заключение договора между инвестором и заемщиком путем приобретения утилитарных цифровых прав.

Цифровое свидетельство — это ценная бумага, удостоверяющая, что ее владельцу принадлежит утилитарное цифровое право, т. е. право требования передачи вещи или интеллектуальных прав, право требования выполнения работ или оказания услуг.

Итак, утилитарные цифровые права — это создаваемые и оборачиваемые в информационной системе права требования:

- передачи вещи или интеллектуальных прав;
- выполнения работ или оказания услуг.

При этом утилитарными цифровыми правами не может являться право требовать имущество, которое подлежит государственной регистрации, или право требовать имущество, сделки с которым подлежат государственной регистрации и нотариальному удостоверению.

Простыми словами утилитарное цифровое право — это «электронный сертификат» на получение прав, товаров или услуг в будущем.

Оператор инвестиционной платформы обеспечивает всем участникам инвестиционной платформы техническую возможность приобретать утилитарные цифровые права при их обращении, знакомиться с их содержанием, осуществлять утилитарные цифровые права, а также распоряжаться ими.

Учет количества утилитарных цифровых прав, принадлежащих каждому инвестору, осуществляет депозитарий. На основании этого учета депозитарий и выдает обладателю утилитарного цифрового права цифровое свидетельство.

Цифровое свидетельство — это неземиссионная, бездокументарная ценная бумага. Она не имеет номинальной стоимости. Выпуск цифрового свидетельства не требует государственной регистрации.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Перечислите виды ценных бумаг в соответствии с российским законодательством.
2. Какие виды ценных бумаг зафиксированы в ФЗ «О рынке ценных бумаг»? Дайте определения этим ценным бумагам.
3. Кто может выпускать облигации? Как отличаются облигации в зависимости от эмитента?
4. Сформулируйте основные отличия между привилегированными и обыкновенными акциями?
5. Какие ценные бумаги могут выпускать только банки? Охарактеризуйте эти ценные бумаги.
6. Перечислите основные реквизиты векселя. Какие виды векселей вы знаете?
7. Какие операции обслуживает клиринговый сертификат участия? В чем суть этой ценной бумаги?
8. Что такое инвестиционный пай? Назовите особенности этой ценной бумаги.

9. Для чего выпускаются цифровые свидетельства? Что такое утилитарное цифровое право?

## 2.4. Свойства ценных бумаг

Способность ценной бумаги выступать предметом купли-продажи на фондовом рынке является одним из ее главных свойств, получившим название **обращаемость**. Ценные бумаги могут обращаться на фондовом рынке свободно или с определенными ограничениями. Как правило, запрет на обращение ценных бумаг на рынке вводится эмитентом, этот факт заранее известен. Такие ценные бумаги принято называть **нерыночными**<sup>98</sup>.

Свойство обращаемости может выражаться не только в том, что ценная бумага является объектом купли-продажи, но и в том, что она способна выступать самостоятельным расчетно-платежным инструментом, опосредующим товарооборот или оказание каких-либо услуг.

Именно в процессе обращения ценной бумаги на рынке происходит смена ее владельцев, а значит и движение капитала от покупателя к продавцу. Кроме того, это свойство связано с возможностью извлечения дохода по ценной бумаге в виде курсовой разницы в случае, когда цена продажи будет выше цены покупки.

Именно способность обращения принципиально отличает ценную бумагу от других финансовых документов. Например, кредитный договор является сугубо индивидуальным и его нельзя перепродать. Если же кредитные ресурсы привлекаются путем выпуска облигаций, то кредитор, являющийся владельцем облигации, может ее реализовать третьему лицу, чтобы получить при необходимости денежные средства до окончания срока обращения этой ценной бумаги.

Ценная бумага может выступать не только объектом купли-продажи, но и являться объектом других гражданско-правовых отношений: например, быть предметом залога, дарения и пр. Таким образом, из свойства обращаемости вытекает еще одно свойство ценной бумаги — **доступность для гражданского оборота**.

**Доступность для гражданского оборота** означает, что ценная бумага может быть объектом различных гражданско-правовых отношений, включая все виды сделок (займа, дарения, хранения, комиссии, поручения и т. п.).

Иногда свойства «обращаемость» и «доступность для гражданского оборота» трактуются как идентичные, а ценные бумаги в этом смысле характеризуются как объект купли-продажи или самостоятельный платежный инструмент, а также как объект гражданско-правовых сделок. Более того, встречается такое свойство ценных бумаг, как **оборотоспособность**, что обозначает то же самое.

Следующее свойство ценных бумаг — **ликвидность**. Это свойство, которое является следствием способности ценных бумаг обращаться, оно представ-

---

<sup>98</sup> Поэтому можно встретить другое название признака обращаемость — рыночность.

ляет собой своего рода продолжение и уточнение свойства обращаемости. Ликвидность ценных бумаг следует рассматривать как способность ценной бумаги превращаться в денежные средства (в наличной и безналичной формах) в короткие сроки и по цене, близкой к рыночной, т. е. без существенных потерь для ее владельца. Ликвидность ценной бумаги зависит от рыночной конъюнктуры, спроса и предложения на отдельную ценную бумагу и многих других факторов.

Следующим важным свойством ценных бумаг является их стандартность. **Стандартность** делает ценную бумагу унифицированным финансовым инструментом. Стандартность ценной бумаги заключается в единстве (для каждого отдельного вида или выпуска ценных бумаг) экономических и технических реквизитов. Экономические реквизиты отражают экономическое содержание ценной бумаги, к ним относятся:

- форма существования или физический вид ценной бумаги (документарная или бездокументарная);
- срок существования, т. е. время, в течение которого ценная бумага будет совершать свой кругооборот. Следует отметить, что не все ценные бумаги обладают данным экономическим реквизитом, поскольку, например, заранее установить срок существования по бессрочным облигациям или акциям невозможно;
- принадлежность, под которой понимается порядок фиксации права собственности владельца ценной бумаги. Собственник ценной бумаги может быть удостоверен на основании предъявленного им сертификата, а также на основании зафиксированного права собственности на ценные бумаги в депозитарии или у регистратора;
- обязанное лицо — лицо, которое отвечает за исполнение обязательств по ценной бумаге перед ее владельцем;
- номинал — денежная оценка нарицательной стоимости ценной бумаги. Эта цена назначается эмитентом, она будет действовать при обмене ценной бумаги на действительный капитал. При этом существуют ценные бумаги, не имеющие номинальной стоимости. В частности, это относится к инвестиционному паю, РДР, ипотечному сертификату участия и др.;
- предоставляемые владельцу права по ценной бумаге.

Технические реквизиты, хоть и не отражают экономическую сущность, являются не менее важными и необходимыми для кругооборота ценной бумаги. Это своего рода реквизиты обращения: к ним относятся порядковый номер, печать, подпись, адрес, названия обсуживающих сделки с ценными бумагами организаций и т. д.

Наличие обязательных технических реквизитов зачастую приравнивают к самостоятельному свойству ценных бумаг, который называется формализмом. **Формализм** предполагает, что каждая ценная бумага должна обладать определенным набором формальных реквизитов. При этом данный признак применим

как к документарным, так и бездокументарным ценным бумагам, так как записи, которые делаются по электронным счетам в случае бездокументарной формы, также характеризуются общим набором данных.

Стандартность тесно связана с серийностью ценных бумаг. Под **серийностью** ценных бумаг следует понимать выпуск ценных бумаг сериями (однородными группами). Ценные бумаги одной серии, т. е. однородной группы, — это ценные бумаги одного типа, которые имеют стандартное содержание (стандартная форма, стандартные реквизиты, стандартные права по бумаге, стандартные сроки существования, институты обращения и обслуживания ценных бумаг и т. д.).

Следующее свойство — **документальность**. Документальность означает, что ценная бумага — всегда документ, независимо от того, в какой форме она существует: в форме сертификата или в электронной форме, т. е. в виде записи по счетам. Документальность придает материальную форму ценной бумаге, способность обеспечить многократное участие в операциях, служить доказательством правомочности прав, закрепленных ею<sup>99</sup>.

Свойство **регулируемость и признание государством** предполагает, что ценные бумаги должны быть признаны российским законодательством в качестве таковых, что реализуется на сегодняшний день путем перечисления в ряде законов тех финансовых инструментов, которые являются ценными бумагами. Кроме того, отношения, связанные с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг, достаточно подробно регулируются законодательством РФ. Существует регламентированный порядок эмиссии ценных бумаг, определенные правила раскрытия информации о ценных бумагах и т. д. В целом благодаря этому признаку ценных бумаг их обращение становится более прозрачным, способствует минимизации рисков и росту доверия со стороны инвесторов.

Следующие три свойства ценных бумаг — рискованность, доходность и надежность — находятся в определенной взаимосвязи друг с другом.

Инвестиции в ценные бумаги практически всегда связаны с возможностью получения отрицательного финансового результата и в целом получения не того экономического эффекта, который изначально планировался инвестором. Это происходит по разным причинам, фондовый рынок в целом крайне чувствителен к различным событиям экономического и политического характера: меняющемуся новостному фону и т. д. **Риск** связан с неопределенностью исполнения обязательств по ценной бумаге, прежде всего выплатой дохода, возможностью непогашения, а также фиксацией убытков от перепродажи. В связи с этим свойство рискованности присуще любой ценной бумаге и обозначает возможность получения убытков либо минимизации прибыли от операций с ценной бумагой.

---

<sup>99</sup> Татьянников В. А. Рынок ценных бумаг. С. 47–48.

Доходность обычно рассматривается как способность ценной бумаги приносить доход. **Доходность** — это количественная характеристика ценной бумаги, определяющая ее ценность для инвестора. Доход по ценной бумаге может быть получен в виде начисляемого дохода, а также в виде курсовой прибыли. Чем более рискованно вложение в ценную бумагу, тем потенциально большую доходность оно способно принести.

**Надежность** — степень безопасности вложения средств в ценную бумагу. Надежность ценной бумаги определяется в первую очередь по ее эмитенту. Чем более надежен эмитент, тем более надежна и ценная бумага. Самыми надежными ценными бумагами во всем мире считаются государственные ценные бумаги, поскольку риск наступления дефолта по ним практически равен нулю. Также на надежность ценной бумаги отдельного государства оказывает влияние и общеэкономическая ситуация в стране, политическая обстановка, уровень регулирования финансовых рынков.

Следует понимать, что надежность находится в обратной зависимости от доходности ценной бумаги, т. е. чем более консервативное инвестирование проводится, тем менее доходным оно будет. Надежные ценные бумаги предполагают минимальный уровень риска по ним.

**Волатильность** — это изменчивость цены ценной бумаги. Стоимость любой ценной бумаги подвержена колебаниям, иногда очень значительным, даже несмотря на внутреннее стоимостное постоянство. Расчет волатильности осуществляется как процентная разница между высшим и низшим значениями цены на ценную бумагу в течение рабочего дня, взвешенная по торговому объему. Волатильность бумаг определяется значением бета-коэффициента: если он больше одного, то волатильность считается выше средней, что говорит о повышенном риске инвестирования, и наоборот.

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Перечислите основные свойства ценных бумаг.
2. Раскройте взаимосвязь свойств обращаемости и доступности ценной бумаги для гражданского оборота.
3. В чем проявляется свойство ликвидности ценной бумаги?
4. Охарактеризуйте свойство стандартности. Какие экономические и технические реквизиты ценных бумаг вы знаете?
5. Определите зависимость надежности, доходности и рискованности ценной бумаги.
6. Дайте определение свойству ценной бумаги — волатильности.



## 2.5. Классификация ценных бумаг

Существует большое разнообразие классификационных признаков, по которым можно систематизировать виды ценных бумаг, исходя из поставленной цели. Рассмотрим классификацию ценных бумаг, исходя из следующих основных и наиболее часто встречающихся в экономической литературе классификационных признаков.

Первый классификационный признак — по эмитентам. Согласно ФЗ «О рынке ценных бумаг», эмитентом может быть юридическое лицо, исполнительный орган государственной власти или орган местного самоуправления. Эмитент отвечает за исполнение обязательств по ценным бумагам. По эмитентам ценные бумаги делятся на следующие типы.

**1. Государственные.** Статус государственных ценных бумаг имеют ценные бумаги, выпущенные на федеральном уровне и на уровне субъекта РФ. В связи с этим возможно выделение двух видов государственных ценных бумаг:

1) **федеральные государственные ценные бумаги** — это ценные бумаги, выпущенные от имени Российской Федерации. Их эмитент выступает исполнительный орган государственной власти — Правительство РФ или уполномоченное им Министерство финансов РФ (МФ РФ). Примерами ценных бумаг, эмитируемыми в настоящее время МФ РФ, являются облигации федерального займа (ОФЗ) и государственные сберегательные облигации (ГСО). Федеральные государственные ценные бумаги принято считать самыми надежными ценными бумагами, вследствие чего доходность этих финансовых инструментов является, как правило, минимальной. Размер ставки купонного процента по государственным облигациям служит своего рода ориентиром для других эмитентов, выходящих на фондовый рынок со своими выпусками ценных бумаг;

2) **субфедеральные государственные ценные бумаги** — это ценные бумаги, выпущенные от имени субъекта РФ. Эмитентом выступает высший исполнительный орган государственной власти субъекта РФ или финансовый орган субъекта РФ, наделенные законом субъекта РФ правом на осуществление государственных заимствований. Также статус субфедеральных государственных ценных бумаг будут иметь ценные бумаги, выпущенные от имени городов федерального значения.

**2. Муниципальные ценные бумаги** — это ценные бумаги, выпущенные от имени муниципального образования. Эмитентом муниципальных ценных бумаг выступает местная администрация. Муниципальные ценные бумаги выпускаются администрациями городов Краснодар, Томск, Казань и др.

Согласно Бюджетному кодексу РФ, статус государственных и муниципальных ценных бумаг может быть присвоен только облигациям.

За счет выпуска государственных и муниципальных ценных бумаг происходит привлечение денежных средств в соответствующий уровень бюджета бюджетной системы РФ. Цели привлечения денежных средств могут быть различны: покрытие бюджетного дефицита, финансирование инфраструктурных проектов, рефинансирование существующей задолженности, предоставление участникам рынка ликвидного и надежного инструмента и т. д.

**3. Корпоративные ценные бумаги** — это бумаги, выпускаемые юридическими лицами, коммерческими и некоммерческими организациями. Предприятия, организации, банки, инвестиционные компании, профессиональные участники рынка ценных бумаг и другие эмитенты могут выпускать корпоративные ценные бумаги.

Любое акционерное общество (ПАО и НПАО) является эмитентом, так как при своем учреждении оно выпускает акции, без размещения которых невозможно сформировать уставный капитал. Общества с ограниченной ответственностью и некоммерческие организации могут быть эмитентами облигаций и других эмиссионных ценных бумаг, за исключением акций. В целом же виды корпоративных ценных бумаг могут быть различными. Однако есть ценные бумаги, которые могут выпускаться только определенным корпоративным эмитентом, например:

- только коммерческий банк может выпускать чеки, депозитные и сберегательные сертификаты;
- только товарный склад может выдать простое и двойное складские свидетельства;
- только морским перевозчиком может быть выписан коносамент;
- только российский депозитарий может эмитировать РДР.

**4. Иностранные ценные бумаги** — это ценные бумаги, эмитированные зарубежными компаниями и иностранными государствами. В настоящее время для приобретения иностранных ценных бумаг российским инвесторам не требуется выходить на зарубежные рынки капитала. Многие из этих ценных бумаг обращаются на российских биржах и доступны для покупки.

Заметим, что приведенная классификация не содержит указание на эмитентов — физических лиц, которые могут выпускать векселя и залладные. Однако в силу того, что выдача этих ценных бумаг физическими лицами не получила распространения на практике, а осталась лишь в рамках закона, выделять отдельную группу ценных бумаг, эмитентами которых являются частные лица, представляется нецелесообразным.

**По срокам обращения** принято различать:

**1. Срочные ценные бумаги** — это ценные бумаги, срок существования которых ограничен временем. Срочные ценные бумаги делятся на три вида:

- 1) **краткосрочные** (срок обращения до одного года);
- 2) **среднесрочные** (срок обращения от одного года до пяти лет);
- 3) **долгосрочные** (срок обращения свыше пяти лет).

Более того, для определенных видов ценных бумаг существуют ограничения на максимальный или минимальный сроки их выпуска, например:

- максимальный срок обращения государственных облигаций составляет 30 лет, муниципальных ценных бумаг — 10 лет;

- чек должен быть предъявлен к оплате в течение десять дней, если он выписан на территории РФ;

- срок действия договора доверительного управления ЗПИФом не может быть менее трех лет, следовательно, минимальный срок обращения инвестиционного пая закрытого фонда — три года.

**2. Бессрочные ценные бумаги** — это ценные бумаги, срок существования которых не ограничен временем или заранее не известен.

В Международных стандартах финансовой отчетности, введенным в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28 декабря 2015 г. № 217н, бессрочные долговые инструменты трактуются как финансовые инструменты, которые обычно предоставляют их держателю право на получение процентных платежей в установленные даты в течение неограниченного определенным сроком времени либо без права требования возврата основной суммы, либо с правом требовать ее возврата, но на таких условиях, что возврат становится крайне маловероятным или может потребоваться в очень далеком будущем.

Классическим примером бессрочной ценной бумаги является акция, так как срок ее погашения не известен заранее. Срок существования акции ограничен лишь сроком существования компании-эмитента. Также следует отметить, что всего несколько лет назад в нашей стране появилась возможность выпуска бессрчных облигаций, хотя такие ценные бумаги обращаются на зарубежных фондовых рынках уже не одно десятилетие.

**По способу выпуска** выделяют следующие виды ценных бумаг.

**1. Эмиссионные ценные бумаги**, которые выпускаются сериями (крупными партиями). Все ценные бумаги одного выпуска предоставляют своим владельцам одинаковый объем прав. Выпуск эмиссионных ценных бумаг, как правило, подлежит обязательной государственной регистрации Банком России, при этом выпуску присваивается единый государственный регистрационный номер. Это достаточно длительная по времени процедура, которая сопровождается последовательным принятием ряда документов. Поэтому в последнее время процедура государственной регистрации при соблюдении законодательных требований может быть упрощена. В частности, это касается облигаций Банка России, биржевых и коммерческих облигаций, акций при учреждении акционерного общества и в других случаях.

Эмиссия облигаций Банка России осуществляется без регистрации выпуска (дополнительного выпуска) таких облигаций и без составления и регистрации проспекта облигаций. Выпуски биржевых и коммерческих облига-

ций регистрируются биржей и центральным депозитарием соответственно. При учреждении акционерного общества выпуск акций можно зарегистрировать у регистратора, для этого учредители должны заключить с регистратором договор.

Таким образом, сегодня помимо Банка России к организациям, «разрешающим» выпуск ценных бумаг, можно отнести регистраторов, биржу и депозитарий. Допуск выпусков ценных бумаг к обращению этими субъектами рынка ценных бумаг проводится в более сжатые сроки.

К эмиссионным ценным бумагам относятся: акция, облигация, опцион эмитента, российская депозитарная расписка.

Характерной особенностью эмиссионных ценных бумаг является то, что их обращение осуществляется через организованный рынок ценных бумаг, а значит, с вовлечением его профессиональных и других институциональных участников: брокеров, дилеров, клиринговых организаций и пр.

**2. Неэмиссионные ценные бумаги**, которые могут выпускаться как сериями (партиями), так и поштучно. Процедура выпуска неэмиссионных ценных бумаг законодательно регламентирована, однако при этом ее можно назвать более упрощенной. Неэмиссионными считаются все ценные бумаги, за исключением тех, которые в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» отнесены к эмиссионным.

**По форме существования** ценные бумаги делятся следующим образом.

**1. Документарные ценные бумаги.** Данная форма ценных бумаг характеризуется наличием документа, т. е. ценная бумага в этом случае имеет бланк. В документарной форме преимущественно выпускаются неэмиссионные ценные бумаги: вексель, чек, складское свидетельство, коносамент, сберегательный и депозитный сертификаты, закладная. При этом допускается выпуск некоторых ценных бумаг как в документарной, так и бездокументарной формах.

Следует выделять два вида документарной формы ценных бумаг:

**1) документарная без обязательного централизованного хранения.** Признаком данной формы является наличие индивидуального (единичного) сертификата, в этом случае существует бланк каждой отдельной ценной бумаги. Владелец устанавливается на основании предъявления ценной бумаги или, если она по желанию владельца сдана на хранение в депозитарий, на основании записи по счету депо в депозитарии;

**2) документарная с обязательным централизованным хранением в депозитарии** (признак — наличие глобального сертификата, т. е. сертификата, оформляемого на весь выпуск ценных бумаг)<sup>100</sup>. Глобальным сертификатом могут оформляться только эмиссионные ценные бумаги. Глобальный сертификат

---

<sup>100</sup> Оформление выпуска ценных бумаг единым сертификатом применяется и в зарубежной практике: например, в Германии такой сертификат называется «объединенный сертификат».

должен быть сдан на хранение в депозитарий, поэтому владелец ценной бумаги устанавливается на основании записи по счету депо.

Первоначально все ценные бумаги имели документарную форму выпуска, или бумажную, отсюда и название — ценная бумага. Они печатались в типографиях на специальной бумаге с внедрением в нее различных степеней защиты (водяные знаки, мелкий шрифт и т. п.). Последующий переход от документарной к бездокументарной форме связан с ростом количества выпускаемых ценных бумаг. Несомненное преимущество бездокументарной формы обусловлено снижением издержек, связанных с изготовлением бланков ценных бумаг и их хранением. Бездокументарная форма ускоряет, упрощает и удешевляет обращение ценных бумаг и, что немаловажно, ей, в отличие от документарной формы, не присущ риск подделки ценной бумаги, дефект ее формы и кража.

Основанием для появления безбумажной формы явилась сама сущность ценной бумаги, заключающаяся не в ее материальном носителе — бланке, а в тех правах, которые она предоставляет своему владельцу. В таком случае форма ценной бумаги не имеет значимой роли.

**2. Бездокументарные ценные бумаги.** Такая форма подразумевает существование ценной бумаги в виде записи по счету, которая осуществляется в электронном формате. При этом существует два способа учета прав на бездокументарную ценную бумагу: запись по счету депо в депозитарии либо запись по лицевому счету в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг.

При выпуске и обращении бездокументарных ценных бумаг огромное значение приобретает учетная система, обеспечивающая учет и контроль за движением ценных бумаг. Регистраторы и депозитарии, выполняя функции по учету прав собственности на бездокументарные ценные бумаги и прав, составляющих ценную бумагу, подтверждая права владельцев на принадлежащие им ценные бумаги, тем самым обеспечивают законность гражданско-правовых сделок. Распоряжение правами по бездокументарным ценным бумагам осуществляется только посредством обращения к лицу, осуществляющему учет прав на эти ценные бумаги.

Передача бездокументарных ценных бумаг осуществляется посредством их списания со счета продавца и зачисления их на счет приобретателя. Эта процедура совпадает с процедурой списания безналичных денежных средств в банках. Такое списание происходит в результате поручения продавца ценных бумаг, однако в ряде случаев это может происходить и без предоставления его распоряжения. В данном случае речь идет о процедуре, похожей на безакцептное, или бесспорное, списание безналичных денежных средств, т. е. их списания без согласия владельца счета: например, переход права на бездокументарные ценные бумаги может быть оформлен в порядке наследования или исполнительных судебных документов.

Утрата учетных записей на бездокументарные ценные бумаги, независимо от причины, автоматически ведет к невозможности осуществлять права, вытека-

ющие из них. Восстанавливаются все права по бездокументарным ценным бумагам исключительно в судебном порядке. Возможны ситуации, когда учетные записи могут быть утрачены физически. Например, они исчезли из памяти компьютера, и доказательств их существования больше нет. В таких случаях лицо, осуществляющее учет прав, обязано незамедлительно опубликовать информацию об этом в СМИ, опубликованию в которых подлежат сведения о банкротстве, и обратиться в суд с заявлением о восстановлении данных учета прав.

Бездокументарную форму имеют такие ценные бумаги, как акция, складная, инвестиционный пай и пр.

**По удостоверяемым правам** среди ценных бумаг выделяют:

1. **Долевые ценные бумаги** — ценные бумаги, свидетельствующие о наличии доли. К долевым ценным бумагам относятся акция (удостоверяет долю в уставном капитале акционерного общества), инвестиционный пай (удостоверяет долю в имуществе ПИФа), ипотечный сертификат участия (удостоверяет долю в ипотечном покрытии), клиринговый сертификат участия (удостоверяет долю в имущественном пуле).

2. **Долговые ценные бумаги** — ценные бумаги, которые оформляют обязательственные отношения между лицом, выпустившим ценную бумагу, — эмитентом, и лицом, купившим ценную бумагу, — инвестором.

Обязательства эмитента по долговой ценной бумаге, как правило, заключаются в необходимости погасить ценную бумагу, т. е. выплатить сумму основного долга (в денежном выражении или имуществом) и начислить доход по ней.

Примерами долговых ценных бумаг являются облигация, вексель, складские свидетельства, депозитные и сберегательные сертификаты, чек и др.

3. **Вторичные ценные бумаги** — ценные бумаги, которые удостоверяют право собственности, покупки или обмена на другие ценные бумаги. К вторичным ценным бумагам можно отнести опцион эмитента, конвертируемую облигацию, РДР.

Согласно следующему классификационному признаку — **по способу фиксации принадлежности ценной бумаги ее владельцу и передачи удостоверяемых прав**, принято выделять:

1. **Предъявительские ценные бумаги** — ценные бумаги, выпуск и обращение которых не предполагает фиксацию принадлежности ее владельцу. Предъявительские ценные бумаги имеют всегда документарную форму, при этом сам бланк не содержит указание на то, кто является собственником ценной бумаги. Право на такую ценную бумагу и право, предоставляемое ей, принадлежит ее предъявителю. Обращение ценных бумаг на предъявителя происходит путем простого вручения ее бланка.

Предъявительские ценные бумаги обеспечивают анонимность их владельцев, простоту учета и сделок с ними, обладают повышенной ликвидностью и оборотоспособностью. В тоже время их выпуск и обращение имеет ряд недостатков.

Так, существует необходимость изготовления бланков, защищенных от подделки, требуется специальная полиграфическая и техническая база, что увеличивает расходы эмитента.

Ценные бумаги на предъявителя могут находиться на руках у собственников, а могут быть переданы на хранение в депозитарий. Последнее происходит либо по желанию владельца, либо в силу требований закона. Например, клиринговый сертификат участия представляет собой предъявительскую ценную бумагу, которая в обязательном порядке сдается на хранение в депозитарий.

**2. Именные ценные бумаги** — ценные бумаги, выпуск и обращение которых предполагает фиксацию принадлежности ее владельцу. Фиксация владельца именной ценной бумаги различна в зависимости от ее формы и определяет способ передачи удостоверяемых прав. При документарной форме именной ценной бумаги:

- с обязательным централизованным хранением — владелец фиксируется по счету депо в депозитарии либо по лицевому счету в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг. Передача прав, закрепленных за именной ценной бумагой, осуществляется после внесения соответствующей записи по счету;

- без обязательного централизованного хранения — владелец фиксируется в бланке ценной бумаги. Следовательно, передача ценной бумаги прежним владельцем новому требует внесения изменений в бланк ценной бумаги.

При бездокументарной форме именной ценной бумаги владелец фиксируется по счету депо в депозитарии либо по лицевому счету в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг. В этом случае, так же как по именным ценным бумагам с обязательным централизованным хранением, ценная бумага переходит к новому владельцу только после внесения изменений по счету депо либо по лицевому счету в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Передача именных ценных бумаг происходит посредством цессии (уступка права требования). Это двусторонняя сделка, или договор, между старым и новым владельцем. Если уступка прав осуществляется за деньги, то договор цессии имеет форму договора купли-продажи. По этому договору прежний владелец отвечает перед новым за действительность передаваемых прав, но не за их осуществление. Ответственным за исполнение всех обязательств по именной ценной бумаге остается лицо, выпустившее ее. Примерами именных ценных бумаг являются акция, инвестиционный пай, облигация, депозитный и сберегательный сертификаты, коносамент, складная.

**3. Ордерные ценные бумаги** — ценные бумаги, выпуск и обращение которых предполагает фиксацию принадлежности ее владельцу. Ордерная ценная бумага составляется на определенное лицо. Однако способ передачи прав по ордерной ценной бумаге отличается от способа передачи прав по именной ценной бумаге. Передача ордерных ценных бумаг происходит посредством ин-

доссамент. Индоссамент — это распоряжение (приказ), которым прежний владелец ценной бумаги назначает нового. Индоссамент (от итал. *in dosso* — на спине, на обороте) представляет собой передаточную надпись, которая совершается на самой ценной бумаге.

Основными участниками отношений по передаче ордерной ценной бумаги являются индоссант (передающий бумагу) и индоссат (приобретающий права по бумаге в результате совершения индоссамента).

Индоссамент, в отличие от цессии, является односторонней сделкой. При этом прежний владелец отвечает перед новым и за действительность передаваемых прав и за их осуществление. Все лица, передающие ордерную ценную бумагу, несут солидарную ответственность за исполнение обязательств по ней.

Ордерные ценные бумаги могут иметь только документарную форму без обязательного централизованного хранения. В качестве примеров ордерных ценных бумаг можно привести вексель, чек, коносамент, двойное складское свидетельство.

**По виду рынка** ценные бумаги делятся на следующие виды.

1. **Ценные бумаги денежного рынка** — это ценные бумаги, которые выступают титулами (представителями) денег, т. е. выполняют расчетно-платежную функцию. Как правило, ценные бумаги денежного рынка имеют краткосрочный характер (например, чек и вексель).

2. **Ценные бумаги товарного рынка** — это ценные бумаги, которые обслуживают товарооборот или оформляют собой оказание услуг. Такие ценные бумаги довольно часто погашаются в неденежной форме. Примерами ценных бумаг товарного рынка являются коносамент и складское свидетельство.

3. **Ценные бумаги рынка капитала** — это ценные бумаги, которые могут приносить доход (например, акция, облигация, вексель).

**С точки зрения наличия дохода** следует различать:

1. **Доходные ценные бумаги.** Владелец доходных ценных бумаг может извлекать доход по ним. Право на получение дохода появляется у владельца ценной бумаги в том случае, когда оно гарантировано эмитентом: например, право на получение дохода может быть зафиксировано по купонным, или дисконтным, облигациям, привилегированным акциям. Доход, гарантированный эмитентом, может быть начисляемым и неначисляемым. Начисляемый, или процентный, доход рассчитывается эмитентом, исходя из трех видов ставок процента:

– постоянная (ставка процента заранее известна и одинакова в течение всего срока обращения ценной бумаги);

– переменная (ставка процента заранее известна, но ее размер меняется в течение срока обращения ценной бумаги);

– плавающая (ставка процента заранее не известна, как правило, ее размер меняется в течение срока обращения ценной бумаги, поскольку расчет раз-



мера ставки привязывается к какому-либо показателю, например уровню инфляции, курсу валюты, индексу роста цен на нефть, доходности на рынке государственных ценных бумаг и пр.).

Привилегированные акции, по которым в уставе акционерного общества зафиксирован размер дивиденда<sup>101</sup>, а также дисконтные облигации являются примерами ценных бумаг с гарантированной эмитентом выплатой неначисляемого дохода.

Если же доход не гарантируется эмитентом, у инвестора всегда есть возможность получить его самостоятельно в результате совершения операций на фондовом рынке. Речь идет о доходе, полученном в виде курсовой прибыли от перепродажи ценных бумаг. Помимо этого, можно зафиксировать доход в виде разницы цен по инвестиционным паям и получить так называемую денежную компенсацию от управляющей компании.

Также негарантированный (возможный) доход может быть получен акционером в виде дивидендов по обыкновенным акциям и привилегированным акциям, если дивиденд по последним не был зафиксирован в уставе акционерного общества — эмитента.

**2. Бездоходные ценные бумаги** — это ценные бумаги, которые не приносят доход своему владельцу. Как правило, выпуск таких ценных бумаг и все совершаемые с ними операции преследуют некоммерческую цель и осуществляются для удобства и ускорения денежных и товарных расчетов. Поэтому ценные бумаги товарного и денежного рынков следует относить к бездоходным ценным бумагам.

**В зависимости от наличия или отсутствия ограничений на совершение операций по купли-продаже ценных бумаг на вторичном рынке различают следующие типы ценных бумаг:**

**1. Рыночные (обращаемые) ценные бумаги** — это ценные бумаги, которые обладают способностью обращаться на вторичном рынке, как биржевом, так и внебиржевом. Первый владелец рыночной ценной бумаги может продать ее в любое время по собственному усмотрению, не дожидаясь срока погашения.

**2. Нерыночные (необращаемые) ценные бумаги** — это ценные бумаги, которые не могут свободно обращаться на фондовом рынке. Эмитент при выпуске ценных бумаг заранее оговаривает в соответствующих документах отсутствие права у инвестора отчуждать бумаги до срока их погашения. По окончании срока обращения нерыночные ценные бумаги предъявляются к погашению эмитенту. Однако для того чтобы нерыночные ценные бумаги не были безынтересны для потенциальных инвесторов, эмитент может устанавливать даты их досрочного выкупа.

---

<sup>101</sup> В том случае, если размер дивиденда по акциям определен в твердой денежной сумме.

В рамках этой классификации можно также отметить ценные бумаги с ограниченным обращением (например, акции непубличных акционерных обществ).

### **Вопросы и задания для самоконтроля**

1. Какие виды ценных бумаг различают в зависимости от формы их существования? Охарактеризуйте их.
2. Опишите классификацию ценных бумаг по эмитентам.
3. Дайте характеристику видам ценных бумаг в зависимости от способа фиксации принадлежности ценной бумаги ее владельцу и передачи удостоверяемых прав.
4. Сформулируйте особенности передачи прав по именным, ордерным и предъявительским ценным бумагам.
5. Расскажите о срочных и бессрочных ценных бумагах. Какие временные критерии существуют при делении срочных ценных бумаг?
6. По какому классификационному признаку принято делить ценные бумаги на долговые и долевого? Чем отличаются долговые и долевого ценные бумаги?

## СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) : федер. закон РФ от 30 нояб. 1994 г. № 51-ФЗ : (ред. от 25 февр. 2022 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

О рынке ценных бумаг : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : (ред. от 2 июля 2021 г., изм. и доп., вступ. в силу с 1 дек. 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

Об инвестиционных фондах : федер. закон РФ от 29 нояб. 2001 г. № 156-ФЗ : (ред. от 2 июля 2021 г., изм. и доп., вступ. в силу с 1 февр. 2022 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте : федер. закон РФ от 7 февр. 2011 г. № 7-ФЗ : (ред. от 2 июля 2021 г.) // СПС «КонсультантПлюс».

О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон РФ от 2 авг. 2019 г. № 259-ФЗ : (ред. от 31 июля 2020 г.) СПС «КонсультантПлюс».

Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. — Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2016. — 379 с.

Рынок ценных бумаг : учеб. для вузов / Н. И. Берзон [и др.] ; под общ. ред. Н. И. Берзона. — 5-е изд., перераб. и доп. — Москва : Юрайт, 2020. — 514 с. — (Высшее образование) // ЭБС Юрайт [сайт]. — URL: <https://urait.ru/bcode/449663>.

Рынок ценных бумаг : учебник / [В. А. Татьянников, Е. А. Разумовская, Т. В. Решетникова и др.] ; под общ. ред. В. А. Татьянникова ; М-во науки и высш. образования Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. — 496 с.

Учебное издание

**Звягинцева Наталья Александровна**  
**Тимофеева Анна Александровна**

**Рынок ценных бумаг**

Учебное пособие

Подготовлено к печати И. И. Зарубиной  
Дизайн обложки А. А. Мартыновой

ИД № 06318 от 26.11.01.

Подписано в печать 25.08.22. Формат 60х90 1/16. Бумага офсетная. Печать цифровая. Усл. печ. л. 7,7. Тираж 300 экз. (1-й з-д 1–30). Заказ .

Издательский дом Байкальского государственного университета.  
664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11.  
Отпечатано в ИПО БГУ.