Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«Саратовская государственная юридическая академия»

На правах рукописи

ХУГАЕВ Георгий Цезаревич

ФИНАНСОВО-ПРАВОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ В СФЕРЕ ОРГАНИЗАЦИИ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ СУБЪЕКТОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

5.1.2. Публично-правовые (государственно-правовые) науки

Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата юридических наук

Научный руководитель –
доктор юридических наук, профессор
Покачалова Елена Вячеславовна

Саратов – 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ 3

Глава 1. Теоретико-правовые основы организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации 20

1.1. Рынок ценных бумаг и его организационно-правовые основы: понятие и принципы 20

1.2. Проблемы определения отраслевой принадлежности отношений, складывающихся в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации 51

Глава 2. Финансово-правовая характеристика отношений в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации 76

2.1. Финансово-правовая деятельность субъектов Российской Федерации на рынке государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации 76

2.2. Правоотношения, складывающиеся между участниками рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации 107

Глава 3. Рынок государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации на современном этапе 141

3.1. Генезис правового регулирования рынка ценных бумаг субъектов Российской Федерации, его состояние и перспективы развития 141

3.2. Опыт организации рынка субфедеральных ценных бумаг в зарубежных странах 172

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 194

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ 204

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. В связи с ограниченностью доступа к мировому рынку капиталов в условиях ухудшения международной обстановки и усиления санкционного давления со стороны недружественных государств особую важность приобретает отечественный рынок ценных бумаг. Публично-правовые образования заинтересованы в выпуске соответствующих ценных бумаг для привлечения денежных средств в различных целях, в том числе для покрытия дефицита бюджета.

Неслучайно в Послании Федеральному Собранию Российской Федерации от 29 февраля 2024 г. Президент России В.В. Путин отметил, что «капитализация российского фондового рынка к 2030 году должна удвоиться» и составить 66 % от ВВП[1]. Эта же цель нашла свое отражение и в стратегическом акте – Указе Президента РФ № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года»[2]. В разработанных Центральным банком Российской Федерации Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов особо подчеркивалось, что «развитый рынок капитала, обеспечивая трансформацию сбережений в инвестиции, является важным фактором экономического роста»[3]. В Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года также отмечается, что «в части развития российского рынка капитала основной акцент будет сделан на обеспечение возможностей долгосрочного финансирования экономики, проектов ее структурной трансформации, а также деятельности предприятий на всех стадиях развития бизнеса»[4]. Таким образом, обеспечение роста капитализации фондового рынка определено как национальная

---

[1] См.: Путин: капитализация российского фондового рынка к 2030 году должна удвоиться // Информационное агентство ТАСС. URL: https://tass.ru/ekonomika/20116353 (дата обращения: 05.05.2024); Послание Президента РФ Федеральному Собранию от 29 февраля 2024 г. // Российская газета. 2024. 1 марта.

[2] См.: СЗ РФ. 2024. № 20, ст. 2584.

[3] Официальный сайт Банка России. URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/file/71220/main_directions.pdf (дата обращения: 27.11.2025).

[4] Распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2022 г. № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года» (в ред. от 21 декабря 2023 г.) // СЗ РФ. 2023. № 1, ч. 3, ст. 476; 2023. № 52, ст. 9722.

цель развития Российской Федерации. Указанное обстоятельство кратно усиливает значимость рынка ценных бумаг, а также эффективного и адекватного правового регулирования общественных отношений, возникающих в сфере организации рынка ценных бумаг.

Отмеченным, а также нарастающим объемом дефицита региональных бюджетов определяется значимость осмысления вопросов эффективного использования возможностей рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ для решения публичных задач.

В доктрине финансового права теоретико-правовые аспекты публичного рынка ценных бумаг как элемента правового регулирования выпуска и обращения ценных бумаг в Российской Федерации ранее не изучались. Между тем данный рынок характеризуется рядом существенных особенностей: эмитентом публичных ценных бумаг всегда выступает публично-правовое образование (Российская Федерация, субъекты РФ, муниципальные образования); правовое регулирование указанных общественных отношений осуществляется одновременно и Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», и Бюджетным кодексом РФ (в отличие от отношений, в которых эмитент – не публично-правовое образование). Требуют уяснения вопросы о месте правового регулирования организации рынка публичных региональных ценных бумаг в системе российского финансового права как отрасли права, отрасли законодательства, отрасли науки. Выпуск и обращение государственных ценных бумаг субъектов РФ определяют возникновение и функционирование регионального долга. Правовое регулирование возникающих в этой связи финансовых отношений осуществляется разными нормативными правовыми актами, содержание которых нуждается в систематизации и совершенствовании.

Большинство регионов не используют данный финансовый инструмент, что актуализирует исследование о причинах такой практики и способах ее преодоления. В свете национальных целей по увеличению капитализации рынка ценных бумаг актуальным остается вопрос о достаточности финансово-правового стимулирования инвесторов (в том числе таких как негосударственные

пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, страховые организации и др.) к покупке государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Таким образом, исследование финансово-правовых отношений в сфере организации и функционирования рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ видится актуальным в связи с развитием доктринальной основы выпуска и обращения государственных ценных бумаг регионального уровня как составной части предмета финансового права, а также направленностью на решение практико-ориентированной задачи по правовому обеспечению возможности получения дополнительного источника финансирования дефицита региональных бюджетов.

Степень научной разработанности темы исследования. Изучению финансового рынка, частью которого является рынок ценных бумаг, уделяется значительное внимание со стороны научного сообщества.

Так, в формате монографических исследований финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг было рассмотрено А.В. Богдановой («Правовое регулирование государственного кредита субъекта Российской Федерации» (г. Москва, 2017), А.Г. Гузновым («Финансово-правовое регулирование финансового рынка в Российской Федерации», г. Москва, 2016), К.А. Карповым («Финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации» (г. Москва, 2024). Отдельные теоретические и прикладные аспекты этого блока правового регулирования представлены в научных работах Э.Х. Махмутовой, Е.В. Покачаловой, Т.Э. Рождественской, И.В. Рукавишниковой, О.В. Тагашевой, О.А. Филачевой, Ю.К. Цареградской, И.В. Швецовой.

Однако, в основном, отмеченные разработки были посвящены различным аспектам федерального регулирования отношений на рынке ценных бумаг. Рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также финансово-правовые отношения, связанные с выпуском и обращением региональных ценных бумаг, не были самостоятельным предметом исследования, направленного на разработку базовых теоретико-правовых аспектов правового регулирования в этой области.

В числе диссертационных исследований, посвященных проблемам рынка ценных бумаг, следует отметить также научные труды ученых-экономистов: В.В. Бухарского «Межбюджетные отношения в Российской Федерации: проблема соотношения «жестких» и «мягких» бюджетных ограничений для органов власти в субъектах РФ» (г. Москва, 2022), А.В. Костриченко «Рынок ценных бумаг как фактор экономического роста» (г. Воронеж, 2004), А.В. Соломатина «Фондовый рынок России как источник реальных инвестиций» (г. Москва, 2010).

При безусловной научной значимости работ перечисленных авторов их цели и задачи не учитывали современный контекст правового регулирования рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, поскольку многие из них были подготовлены в период действия Федерального закона от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»[1]. Кроме того, в данных работах теоретико-правовые аспекты регулирования выпуска и обращения ценных бумаг субъектами РФ либо не рассматривались, либо рассматривались фрагментарно.

Объект и предмет диссертационного исследования

Объектом исследования являются урегулированные нормами финансового права общественные отношения, связанные с организацией рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Предмет исследования составляют нормы российского финансового, в том числе бюджетного, права, смежных отраслей права и законодательства, которыми регулируются вопросы организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также относящиеся к теме исследования положения доктринальных исследований, материалы правоприменительной практики, официальные статистические данные.

---

[1] Утратил силу с 2 августа 2019 г. на основании Федерального закона от 2 августа 2019 г. № 278-ФЗ (в ред. от 21 ноября 2022 г.) «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации в целях совершенствования правового регулирования отношений в сфере государственных (муниципальных) заимствований, управления государственным (муниципальным) долгом и государственными финансовыми активами Российской Федерации и признании утратившим силу Федерального закона "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» // СЗ РФ. 2019. № 31, ст. 4437; 2022. № 48, ст. 8315.

Цель и задачи исследования

Целью диссертационного исследования выступает разработка комплекса теоретико-правовых положений финансово-правового регулирования отношений в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации, способного выступать основой для разработки научно-обоснованных предложений по совершенствованию данного блока финансово-правового регулирования.

На достижение обозначенной цели направлено решение следующих **задач:**

1) разработать содержательные аспекты терминологического ряда финансово-правового регулирования отношений в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ и сформулировать соответствующие понятия;

2) определить соотношение категорий «ценная бумага» и «эмиссионная ценная бумага» в контексте организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ;

3) охарактеризовать организационно-правовые основы рынка ценных бумаг и их влияние на организацию рынка ценных бумаг субъектов РФ;

4) систематизировать и содержательно определить принципы регулирования рынка ценных бумаг, а также принципы организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ;

5) раскрыть соотношение категорий «источники финансирования дефицита бюджета», «государственные заимствования», «государственный долг» и выявить их взаимосвязь с организацией рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ;

6) выявить место правового регулирования организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ в системе финансового права как отрасли российского права, отрасли законодательства, отрасли науки;

7) детализировать процесс эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, охарактеризовать его стадии;

8) провести анализ складывающейся практики выпуска государственных

ценных бумаг субъектами РФ, выявить ее тенденции и факторы, их определяющие;

9) исследовать зарубежный опыт выпуска субфедеральных ценных бумаг, определить возможные к использованию в российском правовом поле инструменты и их правовые формы;

10) обозначить перспективы развития финансово-правового регулирования рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Методологическую основу исследования составил комплекс общенаучных и частнонаучных методов познания.

Сравнение, описание, анализ, синтез, системно-структурный метод, относящиеся к *общенаучным методам,* обеспечили возможность установить общие закономерности развития общественных отношений, возникающих в связи с функционированием рынка ценных бумаг, выявить структурные взаимосвязи между частноправовыми и публично-правовыми началами в их регулировании, а также обобщить эмпирический материал о практике выпуска региональных государственных ценных бумаг. Методы *формальной логики,* в том числе классификация, сравнение, анализ, синтез и описание, были использованы для аргументации положений, результатов и выводов исследования, в том числе авторских дефиниций предложенных в работе терминов «рынок ценных бумаг», «организация рынка ценных бумаг», «рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ».

Формально-юридический, историко-правовой, сравнительно-правовой методы относящиеся к *частнонаучным методам,* способствовали глубокому изучению особенностей правового регулирования организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Сравнительно-правовой метод выступил основным инструментом сопоставления сущности рынка ценных бумаг на различных уровнях, выявления особенностей соответствующего правового регулирования, а также оценки зарубежной практики и ее сопоставления с подходами отечественного правового регулирования, в том числе упрощенных процедур эмиссии региональных ценных

бумаг и выпуска доходных и стрип-облигаций. Кроме того, данный метод дал возможность рассмотреть правовое регулирование рынка ценных бумаг субъектов РФ в динамике; проследить эволюцию правовых норм, регулирующих общественные отношения, возникающие на рынке ценных бумаг субъектов РФ, и дать его оценку с позиции учета финансовых потребностей и правовых тенденций развития рынка. *Системно-структурный метод* использовался для систематизации различных видов финансовых правоотношений в сфере организации рынка ценных бумаг, а также для определения места правового регулирования рынка ценных бумаг и организации рынка ценных бумаг в субъектах РФ в системе финансового права. *Историко-правовой метод* лег в основу систематического исследования зарождения, развития и трансформации правового регулирования рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ.

С помощью *формально-юридического метода* определено содержание действующего правового регулирования рынка ценных бумаг, организации рынка ценных бумаг и сформированы иные положения, связанные с выявлением проблем правового регулирования выпуска и обращения региональных ценных бумаг и предложениями по их устранению.

Теоретическая база диссертационного исследования. Теоретические вопросы, относящиеся к объекту данного исследования, затрагивались в работах ученых по общим и смежным проблемам финансового, бюджетного, налогового, банковского права: А.В. Богдановой, Д.В. Винницкого, А.Г. Гузнова, И.И. Кучерова, Н.А. Поветкиной, Е.В. Покачаловой, Т.Э. Рождественской, И.В. Рукавишниковой, С.В. Рыбаковой, А.А. Ситника, Д.А. Смирнова, О.В. Тагашевой, А.А. Тедеева, Н.И. Химичевой, Ю.К. Цареградской.

Теоретико-правовую основу исследования составили работы С.С. Алексеева, А.А. Клишаса, В.Л. Кулапова, А.В. Малько, Н.И. Матузова, Д.Е. Петрова и др.

Для эффективного уяснения межотраслевого характера категории «ценная бумага» отдельное внимание было уделено работам ученых в области частного права: В.А. Белова, М.И. Петрова, Е.А. Суханова, Е.Г. Хоменко, О.М. Шевченко

и др.

В контексте избранной тематики потребовалось обращение к трудам представителей экономической науки: В.В. Бухарского, Д.Л. Головачева, А.В. Костриченко, А.Г. Соловьева, А.В. Соломатина и др.

Нормативно-правовую основу диссертационного исследования составили Конституция Российской Федерации, Бюджетный кодекс Российской Федерации, Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», иные нормативные правовые акты органов законодательной и исполнительной власти Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, регулирующие отношения, связанные с выпуском региональных ценных бумаг.

Дополнительно были учтены муниципальные правовые акты, правовые акты, утратившие силу, и иные официальные документы, относящиеся к теме исследования.

Эмпирической основой диссертационного исследования послужили аналитические отчеты, доклады, статистические данные, а также иная официальная информация, доступная на интернет-порталах органов государственной власти Российской Федерации.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в разработке комплексных теоретических положений финансово-правового регулирования рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ и его организации, раскрывающих место указанного регулирования в системе финансового права. Комплекс новых или обладающих существенными элементами новизны теоретико-правовых положений о финансово-правовом регулировании рынка ценных бумаг субъектов РФ включает в себя: авторскую дефиницию рынка ценных бумаг субъектов РФ как объекта финансово-правового регулирования; определение финансово-правового статуса Российской Федерации, ее субъектов как участников финансово-правовых отношений на рынке государственных ценных бумаг; выявление направлений финансово-правового регулирования в соответствии с дифференциацией стадий эмиссии государственных ценных бумаг

субъектов РФ; уточнение финансово-правовой природы рыночных и нерыночных заимствований; выявление системных взаимосвязей эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ и финансирования дефицита бюджета, государственных заимствований, государственного долга; обоснование включения в формы государственного заимствования новых видов долговых инструментов, апробированных в зарубежной практике; авторскую дефиницию финансово-правового отношения в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации.

В результате проведенного исследования на защиту выносятся следующие отличающиеся новизной или содержащие элементы новизны положения:

1. Рынок государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации как часть национального рынка ценных бумаг и объект финансового-правового регулирования представляет собой совокупность общественных отношений, урегулированных нормами российского бюджетного права, возникающих в сфере их выпуска и обращения по поводу формирования источников финансирования дефицита бюджетов и погашения долговых обязательств субъектов Российской Федерации.

2. Организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ определена как субинститут в структуре сложносоставного института государственного долга. Принадлежность института государственного долга к системе бюджетного права как подотрасли финансового права позволила определить правовое регулирование организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ как систему бюджетных правоотношений, связанных с выпуском и обращением региональных ценных бумаг.

В системе финансового права как отрасли российского законодательства субинститут финансового законодательства «организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ» необходимо относить к сложносоставному институту бюджетного законодательства (как подотрасли финансового законодательства) – правовым основам государственного долга. Организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ выступает элементом науки

финансового права (относится к особенной части финансового права как науки).

3. Финансово-правовое регулирование распространяется на следующие стадии эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ:

1) регламентация законом субъекта РФ порядка определения условий выпуска государственных ценных бумаг субъектов РФ; процедуры их выпуска; порядка определения агента по размещению государственных ценных бумаг субъекта РФ и иных лиц, обеспечивающих выпуск и обращение государственных ценных бумаг субъекта РФ; процедуры подготовки отчета об итогах эмиссии;

2) вступление в действие закона о региональном бюджете, определяющего размер дефицита регионального бюджета и выпуск государственных ценных бумаг субъекта РФ как источник их погашения;

3) принятие уполномоченным органом субъекта РФ решения о выпуске государственных ценных бумаг субъекта РФ;

4) регистрация выпуска и его размещение;

5) издание нормативного правового акта уполномоченного органа субъекта РФ, содержащего отчет об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ в прошедшем финансовом году;

6) представление отчета об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ в Министерство финансов Российской Федерации;

7) исполнение обязательств эмитента в течение срока обращения выпущенных государственных ценных бумаг субъекта РФ.

4. Генезис правового регулирования и функционирования рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ включает следующие периоды, позволяющие выделить их особенности и тенденции:

1) 1992–1997 гг.: ознаменован началом выпуска рядом регионов различных ценных бумаг, а также некоторой неопределенностью правового регулирования в рассматриваемой области;

2) 1998–2000 гг.: напрямую связан с долговым кризисом в Российской экономике, затруднившим процесс финансово-правового регламентирования общественных отношений в сфере региональных (публичных) ценных бумаг,

несмотря на вступление Бюджетного кодекса РФ в силу;

3) 2001–2008 гг.: сопровождается развитием рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, в том числе вследствие наступления положительного эффекта от вступления в действие Бюджетного кодекса Российской Федерации, а также Федерального закона от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»;

4) 2009–2019 гг.: ориентированность на стабильное развитие рынка публичных (государственных) ценных бумаг субъектов РФ. Соответствующее правовое регулирование не претерпевало существенных изменений;

5) 2020 г. – настоящее время: период испытаний для экономики России и, как следствие, для всей бюджетной системы РФ в связи с пандемией коронавируса, санкционной политикой, а также ростом дефицитов бюджетов бюджетной системы РФ с 2022 г.

Представленная периодизация позволяет рассмотреть генезис правового регулирования рынка ценных бумаг в динамике, что служит целям определения сущности исследуемого явления и выбора наиболее оптимальных путей для дальнейшего правового регулирования.

5. Анализ условий, на которых осуществляется привлечение временно свободных денежных средств физических и юридических лиц, позволил сделать вывод о целесообразности дифференциации государственных заимствований субъектов РФ по признаку рыночности, то есть соответствия стоимости обслуживания таких заимствований рыночной конъюнктуре. Установлено, что рыночными заимствованиями являются размещение государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также кредиты, получаемые субъектом РФ от кредитных организаций. Бюджетный кредит, получаемый регионом из других бюджетов бюджетной системы, является нерыночным видом заимствований, что подтверждается льготными (по отношению к рыночным) условиями обслуживания (стоимостью обслуживания), а также практикой списания Российской Федерацией соответствующего государственного долга ряда

субъектов РФ по бюджетным кредитам.

6. Отдельные качественные характеристики цифровых финансовых активов отвечают критериям легитимности и экономической эффективности управления государственным долгом за счет их прозрачности, а также низких операционных издержек, связанных с выпуском, обращением и погашением. Данные свойства позволяют использовать долговые цифровые финансовые активы наряду с бюджетными кредитами и государственными ценными бумагами для финансирования инфраструктурных проектов и покрытия бюджетного дефицита субъектов Российской Федерации.

7. С учетом анализа и оценки зарубежной практики предлагается использовать на региональном рынке ценных бумаг следующие долговые инструменты:

доходные облигации (их особенность состоит в источнике обслуживания сформировавшегося долга – доходах от проекта, который был реализован при помощи временно свободных денежных средств физических и юридических лиц, привлеченных посредством выпуска таких доходных облигаций);

стрип-облигации (целью их выпуска является увеличение инвестиционной привлекательности, доступности и, как следствие, ликвидности таких ценных бумаг публично-правового образования, что, в конечном счете, способно дать положительный экономический эффект).

8. Эмиссию государственных ценных бумаг субъектов РФ необходимо рассматривать через призму взаимосвязанных категорий «источник финансирования дефицита бюджета», «государственные заимствования», «государственный долг» в ракурсе причинно-следственной связи. Так, региональные ценные бумаги целесообразно рассматривать в различных плоскостях: как один из основных источников финансирования дефицита бюджета, далее – как разновидность публичных заимствований, и, наконец, – как самостоятельный вид долговых обязательств соответствующих субъектов РФ.

9. Одним из альтернативных видов привлечения свободных денежных средств физических и юридических лиц субъектами РФ может стать

краудревординг, в рамках которого достигаются цели реализации различных региональных проектов, но не формируются долговые обязательства субъектов РФ. Краудревординг на настоящий момент недоступен как самостоятельный инструмент региональной бюджетно-правовой политики, поскольку соответствующее правовое регулирование не сформировано.

Экономическое содержание краудревординга предполагает межотраслевое правовое регулирование возникающих общественных отношений при использовании данного инструмента для целей финансирования региональных проектов. К предмету финансово-правового регулирования могут быть отнесены отношения по аккумуляции денежных средств в целевые фонды краудревординга, их распределению и использованию, а также по осуществлению государственного финансового контроля за движением финансовых ресурсов. По своей финансово-правовой природе данные отношения имеют сходство с институтами самообложения граждан и инициативным бюджетированием. Включение краудревординга в данные институты направлено, с одной стороны, на более широкое вовлечение граждан и организаций в софинансирование публично-значимых проектов, с другой – на повышение прозрачности и эффективности использования финансовых ресурсов.

10. Финансово-правовые отношения в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации – это урегулированные нормами финансового права общественные отношения, возникающие в связи с организацией Российской Федерацией и ее субъектами привлечения в распоряжение субъектов Российской Федерации дополнительных финансовых ресурсов на добровольной, возвратной, срочной и возмездной основе посредством выпуска ценных бумаг в целях финансирования государственных расходов.

Спецификой финансово-правовых отношений, возникающих в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации, выступает специальный финансово-правовой статус публичных участников данных правоотношений. С одной стороны, Российская Федерация,

ее субъекты и муниципальные образования в экономических отношениях находятся в состоянии конкуренции за финансовые ресурсы граждан и организаций на рынке ценных бумаг, с другой, – основы конституционного строя России и ее федеративное устройство определяют их особый финансово-правовой статус и элементы механизма финансово-правового регулирования заимствований на рынке ценных бумаг в публичных целях.

Качественными характеристиками, определяющими особенности финансово-правового статуса субъектов Российской Федерации на рынке публичных (государственных) ценных бумаг, являются:

1) целевой характер заимствований: финансирование дефицита бюджета субъекта Российской Федерации и погашение его долговых обязательств;

2) ограничение объема заимствований;

3) нормативно установленный предел доходности к погашению по публичным (государственным) ценным бумагам субъектов Российской Федерации, в зависимости от кредитного рейтинга последнего;

4) ограничение внешних и преобладание внутренних заимствований;

5) обязательное участие высшего исполнительного органа субъекта Российской Федерации, либо финансового органа субъекта Российской Федерации в управлении долговыми обязательствами, возникшими в связи с эмиссией государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации;

6) обязательное участие Министерства финансов России в организации заимствований субъектами Российской Федерации на рынке ценных бумаг.

Проведенное исследование послужило основанием для формулирования **следующих предложений по совершенствованию действующего законодательства:**

1. Дополнить пункт 11 статьи 103 Бюджетного кодекса Российской Федерации словами «…финансового обеспечения реализации проектов, направленных на социально-экономическое развитие региона, предусмотренных условиями эмиссии и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг…» и изложить в следующей редакции:

«Государственные внутренние заимствования субъекта Российской Федерации и муниципальные внутренние заимствования осуществляются в целях финансирования дефицита бюджета субъекта Российской Федерации и местного бюджета, погашения долговых обязательств субъекта Российской Федерации и муниципального образования, финансового обеспечения реализации проектов, направленных на социально-экономическое развитие региона, предусмотренных условиями эмиссии и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг, финансового обеспечения реализации инфраструктурных проектов, предусмотренных порядками предоставления бюджетных кредитов, утверждаемыми Правительством Российской Федерации в соответствии с абзацем шестым пункта 1 статьи 93.3 и пунктом 2 статьи 93.9 настоящего Кодекса, пополнения в течение финансового года остатков средств на счетах бюджета субъекта Российской Федерации и местного бюджета соответственно (в отношении бюджетных кредитов на пополнение остатка средств на едином счете бюджета, предусмотренных статьей 93.6 настоящего Кодекса), а также в целях предоставления бюджетных кредитов местным бюджетам из бюджета субъекта Российской Федерации, предусмотренных порядком предоставления бюджетных кредитов из федерального бюджета бюджетам субъектов Российской Федерации».

2. Дополнить статью 121.2 Бюджетного кодекса Российской Федерации абзацем следующего содержания:

«Государственные (муниципальные) ценные бумаги субъектов РФ (муниципальных образований) могут быть выпущены в виде долговых цифровых финансовых активов».

3. Дополнить статью 35 Бюджетного кодекса Российской Федерации абзацем следующего содержания:

«средств, привлеченных в результате эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг субъектов РФ (муниципальных образований), для финансового обеспечения реализации проектов, направленных на социально-экономическое развитие».

Теоретическая значимость диссертационной работы

Разработанные теоретические положения, выводы и рекомендации развивают научные представления о финансово-правовых отношениях в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ. Выявление сущностных характеристик финансово-правового статуса субъектов РФ в отношениях конкуренции на рынке ценных бумаг расширяет теоретико-правовой аппарат науки финансового права. Анализ правового регулирования государственных заимствований, осуществляемых иностранными государствами, позволил определить направления развития инструментов долговой политики России, и сформировал теоретическую основу для дальнейшего развития данной проблематики в науке финансового права. Выявление сущностных признаков долгового финансирования в условиях цифровой экономики позволило определить юридические конструкции в финансовом праве наиболее учитывающие данные особенности, а также предложить изменения в финансово-правовом регулировании, направленные на повышение эффективности государственных заимствований в форме ценных бумаг.

Практические рекомендации и предложения, сформулированные в диссертации, могут быть использованы в законопроектной деятельности при совершенствовании положений Бюджетного кодекса Российской Федерации, федеральных и региональных законов о бюджете соответствующего уровня в части организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации. Положения диссертационного исследования могут найти применение в учебном процессе организаций высшего образования при преподавании финансово-правовых и иных дисциплин публичного права.

Практическая значимость исследования обусловлена тем, что оно направлено на разрешение актуальных проблем, возникших в сфере правового регулирования организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, путем подготовки практических рекомендаций и предложений. Результаты исследования могут быть использованы для совершенствования федеральных законов, а также в деятельности исполнительных органов государственной власти субъектов РФ.

Степень достоверности результатов диссертационного исследования. Результаты исследования соответствуют определенной цели и решаемым задачам, актуальны, аргументированы и непротиворечивы. Положения, выносимые на защиту, изучены с позиции их соответствия нормам действующего законодательства, правоприменительной практике и положениям правовой теории.

Апробация результатов диссертационного исследования

Результаты исследования обсуждены и одобрены на кафедре финансового, банковского и таможенного права имени профессора Нины Ивановны Химичевой ФГБОУ ВО «Саратовская государственная юридическая академия», а также использованы в ходе проведения семинарских и практических занятий у обучающихся очной формы по предметам «Финансовое право», «Банковское право» в ФГБОУ ВО «Саратовская государственная юридическая академия».

Предложения и выводы, содержащиеся в диссертационном исследовании, были представлены на международных и всероссийских научных практических конференциях: «Конституционализм и власть в России: история, современные проблемы и перспективы» (Иркутск, 2023), «Административное законодательство и практика его применения: состояние, тенденции, эффективность» (Краснодар, 2026).

Основные положения диссертационного исследования отражены в научных журналах, в том числе в рецензируемых журналах, входящих в перечень рекомендуемых для опубликования основных научных результатов диссертаций Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Структура диссертации определяется ее целью, задачами и внутренней логикой исследования. Работа состоит из введения, трех глав, включающих шесть параграфов, заключения и списка используемых источников.

ГЛАВА 1. Теоретико-правовые основы организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации

1.1. Рынок ценных бумаг и его организационно-правовые основы: понятие и принципы

В условиях наблюдающейся в последние годы тенденции к деглобализации мировой экономики[1], а также в связи с усилением санкционного режима в отношении Российской Федерации особую значимость приобретает рынок ценных бумаг как часть финансового рынка. Это обусловлено потребностью государства и частных организаций в капитале, движение которого осуществляется в том числе на рынке ценных бумаг. Для государства финансовый рынок выступает и объектом регулирования, и механизмом, с помощью которого происходит управление экономикой[2]. Важнейшая экономическая задача российского государства на современном этапе развития – обеспечение устойчивого, динамичного экономического роста преимущественно интенсивного типа[3]. Особая роль рынка ценных бумаг видится также в том, что он призван трансформировать сбережения домашних хозяйств и предприятий в инвестиции[4].

В связи с этим актуализируется необходимость выявления сущности рынка ценных бумаг, а значит – и выявления сущности финансового рынка в целом (так как первое является частью последнего[5]). В экономической науке сложилась

---

[1] См.: *Братерский М.В.* Мир фрагментации на смену миру глобализации // Актуальные проблемы Европы. 2024. № 1 (121); *Портанский А.П.* Опасность фрагментации глобальной экономики нарастает // Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика. 2024. Т. 19, № 2; *Akman M.S., Armstrong S., Dadush U.* World Trading System under Stress: Scenarios for the Future // Global Policy. 2020. Vol. 11, № 3.

[2] См.: *Гузнов А.Г.* Финансово-правовое регулирование финансового рынка в Российской Федерации: автореф. дис. ... д-ра юрид. наук. М., 2016. С. 2.

[3] См.: *Костриченко А.В.* Рынок ценных бумаг как фактор экономического роста: дис. ... канд. экон. наук. Воронеж, 2004. С. 3.

[4] См.: *Соломатин А.В.* Фондовый рынок России как источник реальных инвестиций: дис. ... канд. экон. наук. М., 2010.

[5] См.: *Пробин П.С., Проданова Н.А.* Финансовые рынки: учеб. пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017. С. 7; Финансовые рынки и институты: учебник / Е.Г. Князева, Е.А. Разумовская, Н.Н. Мокеева [и др.]; под ред. О.А. Школик. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021. С. 20; *Шуклина М.А.* Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учеб. пособие. М.:

позиция, согласно которой на финансовых рынках происходит процесс обмена экономических благ посредством использования активов-посредников (либо перераспределения или аккумулирования и распределения экономических благ)[1], что отражает сущность финансового рынка.

На рынке ценных бумаг обращаются ценные бумаги, эмитенты которых выпускают их с целью привлечения временно свободных средств юридических и физических лиц, а также иных лиц (иностранных государств, международных финансовых организаций, других субъектов международного права). Именно на рынке ценных бумаг публично-правовые образования на принципах добровольности, срочности, возмездности и возвратности в целях покрытия бюджетного дефицита, регулирования денежного обращения и удовлетворения иных публичных интересов[2] выпускают государственные, в том числе региональные[3], и муниципальные ценные бумаги.

Особого внимания заслуживает категория «ценная бумага» как актив, выпуск и обращение которого осуществляется на рынке ценных бумаг. Часть 1 статьи 142 Гражданского кодекса Российской Федерации[4] (далее – Гражданский кодекс РФ) к ценным бумагам относит документы, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права. Согласно части 2 статьи 142 Гражданского кодекса РФ, ценными бумагами являются акция, вексель, закладная, инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, коносамент, облигация, чек и иные ценные бумаги,

---

Университет «Синергия», 2020. С. 8; *Тропская С.С.* Финансовый рынок: проблемы правовой неопределенности // Безопасность бизнеса. 2022. № 4. С. 35.

[1] См.: *Ширшов Е.В., Петрик Н.И.* Финансовый рынок: учеб. пособие. 2-е изд., испр. и доп. М.: Проспект, 2016. С. 5; *Суэтин А.А.* Международный финансовый рынок: учеб. пособие. М.: Кнорус, 2004. С. 28; *Рудый К.В.* Финансы внешнеэкономической деятельности: учеб. пособие. Минск: Высшая школа, 2004. С. 209; *Евлахова Ю.С.* Понятие финансового рынка с позиций современной теории финансов // Финансовый журнал. 2011. № 3. С. 85.

[2] См.: Финансовое право: учебник / отв. ред. Н.И. Химичева. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Норма: ИНФРА-М, 2012. С. 541.

[3] В целях диссертационного исследования термины «региональные ценные бумаги» и «субфедеральные ценные бумаги» тождественны термину «ценные бумаги субъектов РФ», что будет обосновано далее.

[4] Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ (в ред. от 10 июня 2026 г.) // СЗ РФ. 1994. № 32, ст. 3301; 2026. № 24, ст. 3099.

названные в таком качестве в законе или признанные таковыми в установленном законом порядке.

Однако не все ценные бумаги могут обращаться на рынке ценных бумаг. Так, статьей 1 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 20 февраля 2026 г.)[1] (далее – Закон о рынке ценных бумаг) установлено, что указанным нормативным правовым актом регулируются отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами.

В свою очередь, из подпункта 1 пункта 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг вытекает, что эмиссионные ценные бумаги – это «любые ценные бумаги, которые характеризуются одновременно следующими признаками:

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

2) размещаются выпусками или дополнительными выпусками;

3) имеют равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска независимо от времени приобретения ценных бумаг».

Анализ Закона о рынке ценных бумаг позволяет выделить, например, пай паевого инвестиционного фонда как ценную бумагу, не являющуюся эмиссионной ценной бумагой, но обращающуюся на рынке ценных бумаг.

Таким образом, на рынке ценных бумаг обращаются не все ценные бумаги, указанные в статье 142 Гражданского кодекса РФ, однако соответствующее правовое регулирование осуществляется именно Законом о рынке ценных бумаг. Кроме того, публично-правовые образования также выпускают эмиссионные ценные бумаги. Такие ценные бумаги будут называться публичные ценные бумаги, то есть ценные бумаги публично-правовых образований. Особый интерес представляют государственные ценные бумаги субъектов РФ, то есть ценные

[1] См.: СЗ РФ. 1996. № 17, ст. 1918; 2026. № 8, ст. 760.

бумаги, выпускаемые в целях финансирования дефицита регионального бюджета (одновременно являющиеся видом государственных заимствований субъектов РФ) и образующие соответствующий вид регионального долга в виде облигаций. Такие ценные бумаги можно также назвать субфедеральными.

Для целей диссертационного исследования необходимо определить понятие рынка ценных бумаг. Будучи философской категорией, понятие представляет собой элементарную единицу рационального мышления, отражающую общие, существенные признаки предметов[1]. Понятие характеризуется и определяется его содержанием и объемом. Соответственно, чтобы определить понятие «рынок ценных бумаг», требуется установить его содержание и объем, так как они, собственно, и представляют собой само понятие[2]. Содержание понятия составляет совокупность существенных признаков, мыслимых в понятии[3], объем – комплекс полагаемых в понятии предметов[4]. Таким образом, содержание понятия «рынок ценных бумаг» составляют существенные признаки понятия, ограничивающие его объем и способные сузить его до мыслимых предметов, называемых «рынок ценных бумаг».

Характеризуя исследуемое понятие как сектор финансового рынка, где осуществляются эмиссия (выпуск) и купля-продажа ценных бумаг[5], или как часть финансового рынка, где происходит привлечение и перераспределение капитала за счет выпуска и обращения ценных бумаг[6], можно прийти к выводу, что объем понятия в таком случае составляет «рынок ценных бумаг». Чем более точно отражены существенные признаки понятия (содержание понятия), тем более точно, исчерпывающе определяются мыслимые предметы, относимые к понятию

---

[1] См.: *Шуталева А.В., Савцова Н.И.* Философия: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2017. С. 61.

[2] См.: *Челпанов Г.И.* Учебник логики. М.: Научная Библиотека, 2010. С. 11.

[3] См.: *Гетманова А.Д.* Учебник логики. Со сборником задач: учебник. 8-е изд., перераб. М.: Кнорус, 2011. С. 32.

[4] См.: *Сычева С.Г.* Логика и теория аргументации: учеб. пособие. Томск: Изд-во Том. политех. ун-та, 2008. С. 11.

[5] См.: *Тюкавкин Н.М.* Теоретические основы рынка ценных бумаг: учеб. пособие. Самара: Изд-во Самар. гос. ун-та, 2016. С. 9.

[6] См.: Рынок ценных бумаг // Официальный сайт Банка России. URL: https://cbr.ru/securities_market/ (дата обращения: 25.03.2026).

(объем понятия). Эту зависимость можно назвать законом обратного отношения содержания и объема понятий[1].

В свою очередь, увеличение количества признаков (расширение содержания понятия), характеризующих понятие «рынок ценных бумаг», ведет к его уточнению (сужение объема понятия).

Для определения понятия «рынок государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации» необходимо выявить родственные (смежные) понятия, с которыми его требуется разграничить. В этом случае можно вести речь о разграничении по признакам «государственные», «Российской Федерации», «субъектов». Использование такого признака, как «Российская Федерация», сужает объем понятия до явлений и предметов, которые имеют место исключительно в Российской Федерации. Правовой компонент содержания данного понятия восходит к финансово-правовым отношениям, складывающимся по поводу правового регулирования и организации рынка ценных бумаг в Российской Федерации. Признак «субъект» сужает финансово-правовые отношения до субфедерального уровня без указания на конкретный субъект РФ. Это означает, что анализируемое понятие в равной степени применимо к финансово-правовым отношениям, складывающимся как в определенном субъекте РФ, так и в субъектах РФ в целом.

Для того чтобы вести речь именно о государственных ценных бумагах, рынке государственных ценных бумаг, необходимо включение в содержание понятия такого признака, как «государственный». Его наличие исключает из сферы научного исследования отношения, складывающиеся на рынке негосударственных ценных бумаг (например, в связи с выпуском ценных бумаг юридическими лицами). Кроме того, в этом контексте исключаются финансово-правовые отношения, формирующиеся в связи с организацией рынка муниципальных ценных бумаг, так как в соответствии со статьей 12 Конституции

---

[1] См.: *Виноградов С.Н., Кузьмин А.Ф.* Логика: учебник для средней школы. 2-е изд. М.: ГУПИ МП РСФСР, 1954. С. 24; *Кириллов В.И., Старченко А.А.* Логика: учебник для юридических вузов / под ред. проф. В.И. Кириллова. 6-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби: Проспект, 2008. С. 36.

РФ «местное самоуправление в пределах своих полномочий самостоятельно», а «органы местного самоуправления не входят в систему органов государственной власти». Признаком «государственность» обладают только рынок ценных бумаг Российской Федерации и рынок ценных бумаг субъектов РФ.

С учетом изменений в Конституции РФ, одобренных в ходе общероссийского голосования 1 июля 2020 г., в соответствии с которыми в статье 132 появился пункт 3, указывающий, что «органы местного самоуправления и органы государственной власти входят в единую систему публичной власти в Российской Федерации и осуществляют взаимодействие для наиболее эффективного решения задач в интересах населения, проживающего на соответствующей территории», следует говорить о таком понятии, как рынок публичных ценных бумаг.

В объем данного понятия входят как рынки государственных ценных бумаг Российской Федерации и ее субъектов, так и рынок муниципальных ценных бумаг. В финансово-правовой доктрине ранее встречалось понятие, содержание которого охватывало общественные отношения и на уровне Российской Федерации, и на уровне субъектов РФ, и на уровне муниципальных образований.

Так, Е.В. Покачалова отмечала: «Несмотря на отсутствие легального (законодательно закрепленного) определения публичного долга, указанный термин достаточно точно отражает основную суть названных долговых отношений, в которых одним из обязательных участников выступает публично-правовое образование – государство и муниципальные образования»[1]. Это положение применимо по аналогии и к понятию «рынок публичных ценных бумаг» и является достаточно убедительным для того, чтобы принять его за аксиому, поскольку и в данном случае обязательным участником будет выступать публично-правовое образование. Такого рода аналогия допустима также в силу того, что публичный долг (в части публичных ценных бумаг) образуется на рынке ценных бумаг – публичном рынке ценных бумаг. Обозначенное понятие, таким

[1] *Покачалова Е.В.* Публичный долг: теоретические и практические аспекты российского финансового права: дис. … д-ра юрид. наук. Саратов, 2007. С. 9.

образом, может использоваться в теории финансового права, несмотря на отсутствие его нормативного закрепления.

Итак, понятия «рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ» и «рынок публичных ценных бумаг» соотносятся как часть и целое. Аналогичный вывод напрашивается и при сопоставлении понятий «рынок муниципальных ценных бумаг» и «рынок публичных ценных бумаг субъектов РФ». Выделение последнего может представлять интерес в контексте взаимосвязи органов муниципальной власти и органов государственной власти субъектов РФ, причем как с точки зрения финансового права, так и с позиции конституционного и административного права (особенно в части «эффективного решения задач в интересах населения»).

Между тем понятие «рынок ценных бумаг» легально не закреплено (хотя термин и используется в различных нормативных правовых актах). Так, соответствующей дефиниции нет ни в Гражданском кодексе РФ, ни в Законе о рынке ценных бумаг, однако в последнем применяются термины, имеющие отношение к рынку ценных бумаг: «эмиссия», «акция», «облигация», «опцион», «размещение эмиссионных ценных бумаг» и т.д.[1] Исследуемое понятие предлагается и доктриной финансового права.

Например, Е.В. Покачалова отмечает: «Рынок ценных бумаг, являясь одной из разновидностей рынка финансовых услуг как части товарного рынка, – феномен, основанный на движении денежных средств как капитала, которое (движение) оформляется путем использования гражданско-правовых конструкций (договоров, соглашений и т.п.), однако имеет общую публичную цель – финансовое оздоровление и эффективное функционирование рыночной экономики, осуществляемое в рамках законодательства РФ и в строгом соответствии с ним посредством применения специально создаваемых денежных

[1] См.: *Хабриева Т.Я., Ковлер А.И., Курбанов Р.А.* Доктринальные основы практики Верховного Суда Российской Федерации: монография / отв. ред. Т.Я. Хабриева. М.: Норма: ИНФРА-М, 2023.

фондов (страховых, кредитных, резервных, бюджетных и т.п.) и выпуска ценных бумаг (государственных, муниципальных, корпоративных)»[1].

Схожий взгляд на содержание понятия рынка ценных бумаг имеет К.А. Карпов, который понимает под ним «часть финансового рынка, в рамках которого возникают общественные отношения по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов (деривативов) между различными участниками данного рынка»[2]. Здесь следует добавить, что наличие публичной цели на рынке ценных бумаг может рассматриваться как необходимый элемент понятия.

С точки зрения А.Е. Молотникова, «рынок ценных бумаг – это система взаимоотношений по поводу ценных бумаг и иных финансовых инструментов, возникающая между эмитентами, инвесторами, профессиональными участниками и иными лицами, функционирование которой обеспечивается регулирующим воздействием государства, а также основывается на принципах саморегулирования»[3]. Автор также называет рынок ценных бумаг частью финансового рынка, однако как и дефиниция, предложенная К.А. Карповым, представленное правоведом определение лишено указания на то, что публичная цель выступает важной составляющей понятия рынка ценных бумаг на современном этапе.

По мнению К.А. Карпова, представленное им в виде положения на защиту авторское определение понятия рынка ценных бумаг целесообразно включить в действующее законодательство[4]. Но как и в случае с дефиницией, предложенной Е. Молотниковым, включение в нормативные правовые акты определения термина «рынок ценных бумаг», понимаемого как часть финансового рынка, исключено, поскольку в российском законодательстве до настоящего времени не получило закрепление само понятие финансового рынка (являющееся родовым по

---

[1] Финансовое право: учебник / отв. ред. Н.И. Химичева. 5-е изд., перераб. и доп. С. 730.

[2] *Карпов К.А.* Финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации: дис. … канд. юрид. наук. М., 2023. С. 10.

[3] *Молотников А.Е.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учеб. пособие. М.: Стартап, 2013. С. 10.

[4] См.: *Карпов К.А.* Указ. соч. С. 10.

отношению к понятию рынка ценных бумаг). На сегодняшний день понятие «финансовый рынок» все еще остается концептом, не получившим однозначного определения и всестороннего осмысления[1].

Вместе с тем наиболее удачным с точки зрения финансового права видится следующее определение рынка ценных бумаг: рынок ценных бумаг – это часть финансового рынка, на которой происходит перераспределение капитала в целях расширенного воспроизводства посредством выпуска, обращения и погашения ценных бумаг.

Данное определение хотя и является пригодным для использования в доктрине права, тем не менее не подлежит включению в нормативные правовые акты в связи с отсутствием, как было отмечено выше, в действующем законодательстве понятия финансового рынка. Полагаем, раскрывать понятие рынка ценных бумаг через обращение к понятию «финансовый рынок» для целей легального закрепления не следует.

При этом необходимо подчеркнуть, что дефиниция понятия рынка, которую возможно использовать в качестве основы для формулирования наиболее точного определения понятия рынка ценных бумаг, содержится в пункте 5 статьи 40 Налогового кодекса Российской Федерации (далее – Налоговый кодекс РФ). Рынком товаров (работ, услуг) признается сфера обращения этих товаров (работ, услуг), определяемая исходя из возможности покупателя (продавца) реально и без значительных дополнительных затрат приобрести (реализовать) товар (работу, услугу) на ближайшей по отношению к покупателю (продавцу) территории Российской Федерации или за пределами Российской Федерации.

В приведенном определении рынок рассматривается достаточно широко, однако, используя структурную и содержательную логику подхода к определению термина, а также учитывая существенные характеристики такого рода понятия, возможно прийти к наиболее приемлемой дефиниции, включение которой в действующее законодательство станет возможным. Принимая во внимание изложенное, можно предложить следующее определение понятия рынка ценных

[1] См.: *Тропская С.С.* Указ соч. С. 35.

бумаг: рынок ценных бумаг – это сфера обращения финансовых инструментов: эмиссионных ценных бумаг, а также иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, производных финансовых инструментов. Данное положение при включении в соответствующий федеральный закон целесообразно также дополнить абзацем следующего содержания:

«Отношения, возникающие на рынке ценных бумаг, регулируются настоящим Федеральным законом, а также иными нормативными правовыми актами в предусмотренных федеральными законами случаях.».

Обозначенная правовая норма предлагается к включению в Закон о рынке ценных бумаг, поскольку именно этим Федеральным законом регулируются общественные отношения, возникающие по поводу функционирования рынка ценных бумаг.

В финансово-правовой науке несправедливо мало внимания уделяется феномену рынка ценных бумаг субъектов РФ. Между тем это явление представляет особый интерес в силу своей специфики. Обращаясь к использованию в науке финансового права терминологии в контексте рассмотрения разного рода явлений, подчеркнем, что в Основном Законе РФ для указания на соответствующую территориальную единицу используется существительное «субъект», а не «регион». Так, согласно части 1 статьи 5 Конституции РФ, Российская Федерация состоит из республик, краев, областей, городов федерального значения, автономной области, автономных округов – равноправных субъектов РФ.

Указание на регион содержится в налоговом законодательстве, причем «регион» и «субъект РФ» используются как тождественные понятия. В соответствии с пунктом 3 статьи 12 Налогового кодекса РФ региональными налогами признаются налоги, которые установлены данным Кодексом и законами субъектов РФ о налогах и обязательны к уплате на территориях соответствующих субъектов. Что же касается понятий «региональный рынок ценных бумаг»,

«региональная ценная бумага», то они в действующем законодательстве не встречаются.

О тождественности понятий «субъект РФ» и «регион» можно судить, основываясь также на тексте Указа Президента РФ от 16 января 2017 г. № 13 «Об утверждении Основ государственной политики регионального развития Российской Федерации на период до 2025 года»[1], в котором закреплено, что регион – «часть территории Российской Федерации в границах территории субъекта Российской Федерации».

Таким образом, в контексте диссертационного исследования понятия «рынок ценных бумаг субъектов РФ», «ценная бумага субъекта РФ» и «региональный (публичный) рынок ценных бумаг», «региональная (публичная) ценная бумага», а также «региональный рынок ценных бумаг», «региональная ценная бумага» используются как равнозначные.

Необходимо отметить, что ранее действовавший Указ Президента РФ от 3 июня 1996 г. № 803 «Об Основных положениях региональной политики в Российской Федерации»[2] допускал несовпадение понятий «регион» и «субъект РФ», подчеркивая, что «под регионом понимается часть территории Российской Федерации, обладающая общностью природных, социально-экономических, национально-культурных и иных условий», а также что «регион может совпадать с границами территории субъекта Российской Федерации либо объединять территории нескольких субъектов Российской Федерации». Подобный подход вносил бы некоторую путаницу в понимание содержания и объема анализируемых понятий, однако данный Указ утратил силу.

Характерной чертой регионального рынка ценных бумаг является то, что на нем обращаются региональные ценные бумаги – ценные бумаги субъектов РФ, а также юридических лиц, осуществляющих свою деятельность на территории соответствующего региона. Региональный рынок ценных бумаг – часть единого

---

[1] См.: СЗ РФ. 2017. № 4, ст. 637.

[2] См.: СЗ РФ. 1996. № 23, ст. 2756. Документ утратил силу в связи с изданием Указа Президента РФ от 16 января 2017 г. № 13 «Об утверждении Основ государственной политики регионального развития Российской Федерации на период до 2025 года».

российского рынка ценных бумаг, выделяемая по территориальному признаку. Такое выделение возможно в силу определенной специфики регионального рынка ценных бумаг, хотя и является искусственным в силу цифровизации операций по передаче прав собственности на ценные бумаги на организованных торгах (на рынке ценных бумаг в целом), что нивелирует территориальные особенности регионального рынка ценных бумаг.

Между тем рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ представляет особый интерес, потому как выделяется не только в силу территориального признака, но и ввиду особенностей эмитентов-регионов (и вытекающих из этого особенностей правового регулирования). Эмиссия государственных ценных бумаг отличается от эмиссии ценных бумаг организаций тем, что преимущественно регулируется Бюджетным кодексом Российской Федерации (далее – Бюджетный кодекс РФ), тогда как эмиссия ценных бумаг юридическими лицами регулируется Законом о рынке ценных бумаг. Это позволяет говорить об обособленности описываемого явления, а также об обоснованной необходимости подробного изучения рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ как самостоятельного явления.

Однако в доктрине российского финансового права понятие «рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ» до настоящего времени не получило должного анализа. С учетом изложенного предлагается следующее определение данного понятия: рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ – это часть национального рынка ценных бумаг, урегулированная преимущественно нормами российского бюджетного права, где осуществляется привлечение и перераспределение капитала субъектами РФ посредством выпуска и обращения государственных ценных бумаг субъектов РФ (облигаций) в целях финансирования дефицита бюджета субъектов РФ, погашения их долговых обязательств, а также в иных целях.

Из представленного определения видно, что особенности эмитента (субъекта РФ) влияют и на цели привлечения капитала, поскольку таковые закреплены в Бюджетном кодексе РФ. Кроме того, в отличие от юридических лиц,

субъекты РФ могут выпускать только один вид ценных бумаг – облигации, что также закреплено в Бюджетном кодексе РФ (статья 121.2).

В российском законодательстве отсутствует и термин «организация рынка ценных бумаг». Безусловно, данный пробел не служит целям эффективного финансово-правового регулирования соответствующих общественных отношений. Е.В. Покачалова предлагает следующее определение указанного понятия: «Организация рынка ценных бумаг представляет собой установленные государством в лице уполномоченных органов нормы и правила выпуска, размещения и обращения ценных бумаг в пределах национальной либо иной территории, направленные на регулирование рыночных отношений и установленные в целях охраны и защиты интересов их собственников и других законных держателей»[1]. Представленная дефиниция видится максимально верной, отражающей финансово-правовую природу организации рынка ценных бумаг.

Как уже было отмечено, К.А. Карпов в диссертационном исследовании «Финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации» вслед за Е.В. Покачаловой подчеркивает, что рынок ценных бумаг является частью финансового рынка[2]. К сожалению, в работе ученого отсутствует анализ того, как соотносятся между собой общественные отношения, связанные с функционированием рынка ценных бумаг в целом, и общественные отношения, связанные с организацией рынка ценных бумаг, то есть нормы, регулирующие соответствующие отношения. Таким образом, диссертационное исследование К.А. Карпова, будучи одной из последних научных работ по теме рынка ценных бумаг, содержит ошибочные положения (в части понятия, предлагаемого для включения в нормативно-правовой акт), а также не уделяет должного внимания ряду вопросов (не осмыслены отношения, складывающиеся в связи с организацией рынка ценных бумаг).

---

[1] Финансовое право: учебник / отв. ред. Н.И. Химичева. 5-е изд., перераб. и доп. С. 730.

[2] См.: *Карпов К.А.* Указ. соч. С. 69.

С целью превенции дальнейших проблемных ситуаций, которые могут возникнуть на российском рынке ценных бумаг ввиду отсутствия четкого понимания сути организации рынка ценных бумаг, предлагается следующее определение понятия «организация рынка ценных бумаг» – это совокупность норм и правил выпуска, размещения и обращения ценных бумаг, принятых с целью защиты прав и законных интересов инвесторов, а также профессиональных участников рынка ценных бумаг. Регулирование соответствующих общественных отношений отвечает общей публичной цели – развития рынка ценных бумаг в целом[1].

Важно подчеркнуть, что понятие «организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ» имеет несколько иное наполнение, поскольку эмитентом ценных бумаг данного вида всегда выступает субъект РФ. Это обстоятельство повлияло и на то, каким образом и какими нормами урегулированы общественные отношения. Так, согласно пункту 4 статьи 19 Закона о рынке ценных бумаг, процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, а также условия их размещения регулируются федеральными законами или в порядке, установленном федеральными законами. Одним из таких федеральных законов является Бюджетный кодекс РФ, содержащий главу 14.1 «Эмиссия и обращение государственных (муниципальных) ценных бумаг».

Субъекты РФ не могут осуществлять выпуск ценной бумаги на выбор, поскольку порядок эмиссии ценных бумаг для публично-правовых образований установлен Бюджетным кодексом РФ и носит императивный, исчерпывающий характер. Статья 121.2 Кодекса закрепляет, что государственные ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций в документарной или бездокументарной форме, удостоверяющих право их владельца на получение от эмитента указанных ценных бумаг денежных средств или, в зависимости от условий эмиссии ценных

[1] Достижение цели развития рынка ценных бумаг закреплено в различных нормативных правовых актах, в том числе в Указе Президента РФ от 7 мая 2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года». Подробный анализ указанных актов будет произведен в параграфе 3.1.

бумаг, иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями эмиссии. В связи с этим можно заключить, что организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ представляет собой совокупность норм и правил выпуска, размещения и обращения облигаций субъектов РФ, выпущенных для финансирования дефицита бюджета соответствующего субъекта РФ и погашения его долговых обязательств. Основная цель данного финансово-правового регулирования – достижение сбалансированности бюджета посредством выпуска соответствующих ценных бумаг.

Особенностью организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ является то, что в таких общественных отношениях одной из сторон (эмитентом) всегда выступает публично-правовое образование – субъект РФ в лице высшего исполнительного органа либо финансового органа субъекта РФ.

Особого внимания заслуживает исследование вопроса о соотношении понятий «рынок ценных бумаг», «фондовый рынок» и «фондовая биржа». Ввиду возрастающей популярности ценных бумаг последние два понятия начинают отождествляться с первым понятием – «рынок ценных бумаг». К сожалению, такое ошибочное отождествление происходит не только в широких массах населения, но и в доктрине, среди ученых-юристов[1].

Так, автор учебника для вузов «Рынок ценных бумаг» Н.И. Берзон отмечает, что в связи с наличием позиции экономистов о понятии «фондовый рынок» как о синониме понятия «рынок ценных бумаг» указанные термины применимы как равнозначные[2]. А.Е. Молотников придерживается аналогичного мнения, опираясь на схожую этимологию представленных понятий[3]. Подобную позицию имеет и А.С. Селивановский: в его учебнике «Правовое регулирование рынка ценных

---

[1] См. подробнее: *Хугаев Г.Ц.* Понятие рынка ценных бумаг в российском законодательстве // Журнал юридических исследований. 2024. Т. 9, № 2.

[2] См.: *Берзон Н.И.* Рынок ценных бумаг: учебник для вузов / Н.И. Берзон [и др.]; под общ. ред. Н.И. Берзона. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2023.

[3] См.: *Молотников А.Е.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учеб. пособие. М.: Стартап, 2013.

бумаг» рынок ценных бумаг и фондовый рынок полностью отождествляются[1]. В то же время авторы учебника и практикума для вузов «Предпринимательское право. Правовое регулирование отдельных видов предпринимательской деятельности» подчеркивают, что использование понятий «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» как равнозначных «не совсем верно, но допустимо»[2], с чем, вероятно, можно согласиться.

Стоит отметить, что в правовой плоскости использование термина «фондовой рынок» не имеет четкого характера. Так, подпунктом «е» пункта 6 Указа Президента РФ от 7 мая 2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года»[3] (далее – Указ Президента РФ № 309) установлен целевой показатель национальной цели развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года «Устойчивая и динамичная экономика» – обеспечение роста капитализации фондового рынка не менее чем до 66 % валового внутреннего продукта к 2030 г. и до 75 % валового внутреннего продукта к 2036 г.

Однако в распоряжении Правительства РФ от 29 декабря 2022 г. № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года» (в ред. от 21 декабря 2023 г.)[4] в разделе V «Индикаторы (показатели) реализации Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года» указано: «ожидается, что отношение активов участников рынка ценных бумаг к валовому внутреннему продукту будет составлять 20–40 процентов в 2030 году».

Итак, анализ представленных положений позволяет сделать вывод об отождествлении в подзаконных актах категорий «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок». Такое отождествление представляется не вполне очевидным

---

[1] См.: *Селивановский А.С.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг. М.: Издат. дом Высшей школы экономики, 2014.

[2] Предпринимательское право. Правовое регулирование отдельных видов предпринимательской деятельности: учебник и практикум для вузов / Г.Ф. Ручкина [и др.]; под ред. Г.Ф. Ручкиной. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2023.

[3] См.: СЗ РФ. 2024. № 20, ст. 2584.

[4] См.: СЗ РФ. 2023. № 1, ч. 3, ст. 476; № 52, ст. 9722.

и требует формирования единой позиции со стороны соответствующих правотворческих органов.

Ряд авторов ставят знак равенства между понятиями финансового и фондового рынков[1], с чем сложно согласиться. В то же время Н.И. Берзон подразделяет фондовый рынок на биржевой и внебиржевой[2].

Понятие «биржа» закреплено в законодательстве. Так, в Федеральном законе от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах» (в ред. от 4 августа 2026 г.)[3] указывается, что биржей является организатор торговли, имеющий лицензию биржи. Таким образом, биржа рассматривается как часть рынка ценных бумаг, в сущности – инфраструктура, на основе которой формируется часть общественных отношений, возникающих в связи с функционированием рынка ценных бумаг. Соответственно, о тождестве данных понятий речь идти не может.

Рынок ценных бумаг – явление не только правовое, но и экономическое. Соотношение явлений, возникающих на стыке экономики и права, всегда вызывало живой интерес в научных кругах[4]. Баланс таких экономико-правовых явлений, влияние на них государства разнилось в зависимости от этапов исторического развития. Например, в советский период право считалось надстройкой, а экономика – базисом (основой); превалировала государственная собственность, экономика служила государству и публичным интересам, как, собственно, и право, однако наблюдался и явный дисбаланс со смещением в сторону материальной (экономической) составляющей.

---

[1] См.: *Миркин Я.М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Geleos Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. С. 467.

[2] См.: *Берзон Н.И.* Указ. соч. С. 21.

[3] См.: СЗ РФ. 2011. № 48, ст. 6726; 2026. № 32, ст. 4480.

[4] См., например: *Алпатов А.А.* Право и экономика: вопросы соотношения // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2010. № 4; *Кулапов В.Л.* Указ. соч.; *Орехова Т.Р.* Соотношение права и экономики: общетеоретические аспекты: дис. … канд. юрид. наук. М., 1999; *Лушников А.М.* Право и экономика: методологические подходы к междисциплинарным исследованиям // Юридическая наука и практика: Вестник Нижегородской академии МВД России. 2019. № 1 (45); *Рукавишникова И.В.* Финансовое право и финансовые отношения в контексте правовой и экономической наук: вопросы изучения и преподавания // Правовая политика и правовая жизнь. 2011. № 1.

В момент зарождения новой российской государственности активно развивалась частная собственность, что привело к перекосу в пользу хозяйствующих субъектов (частного интереса)[1]. Новые частные владельцы, имея существенные материальные ресурсы, претендовали на частичное подавление тех государственных институтов, которые, отстаивая публичный интерес, становились преградой для достижения частных интересов и целей конкретных лиц (материально заинтересованных). В этот период в истории России имело место нарушение баланса публичных и частных интересов (в пользу последних, конечно), явный акцент на экономической составляющей в ущерб не только праву, но и политике, что, безусловно, негативно сказалось на финансово-правовых отношениях в сфере бюджета, включая рынок ценных бумаг. В частности, 17 августа 1998 г. в России был объявлен дефолт[2], Банк России сообщил об отсутствии средств, а также о неспособности платить по государственным ценным бумагам. Последствия указанного события ощущаются до сих пор, в том числе в финансовом законодательстве[3].

На современном этапе можно говорить о достижении баланса между экономикой и правом. И хотя первое является базисом, важная роль права не отрицается. В.Л. Кулапов справедливо отмечает, что «именно преобразования в отношениях собственности автоматически вызывают адекватные изменения как в политике данного государства, так и в содержании принимаемых юридических актов»[4]. Кроме того, экономика «как система отношений в сфере производства,

---

[1] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 194.

[2] См.: Какие уроки можно извлечь из дефолта 1998 года // Сайт «Российской газеты». URL: https://rg.ru/2018/08/15/kakie-uroki-mozhno-izvlech-iz-defolta-1998-goda.html (дата обращения: 22.11.2025).

[3] Например, в статье 107 Бюджетного кодекса указывается, что «законом субъекта Российской Федерации о бюджете субъекта Российской Федерации устанавливаются верхние пределы государственного внутреннего долга субъекта Российской Федерации, государственного внешнего долга субъекта Российской Федерации». Таким образом, купируется риск возникновения неподъемных долговых обязательств, негативных последствий утраты платежеспособности субъектами РФ.

[4] *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 195.

распределения и потребления материальных благ..., в конечном счете, предопределяет содержание и политики, и права»[1].

Вне всякого сомнения, рыночные механизмы в чистом виде (без ограничений со стороны государства, которые закрепляются в том числе в финансово-правовом законодательстве) не идеальны, приводят к негативным проявлениям – экономическим кризисам, инфляции, социальному неравенству, безработице и другим неблагоприятным последствиям[2]. Кроме того, саморегулируемый рынок не способствует созданию социальных благ (медицина, образование и т.д.), пренебрегает экологией. В связи с этим государство обязано оказывать воздействие на экономику, в частности на рынок ценных бумаг (посредством финансово-правового регулирования), для соблюдения публичных интересов. При этом важно учитывать и частные интересы. Речь, таким образом, должна идти о необходимости достижения баланса интересов. Следует подчеркнуть, что именно наличие публично-правового регулирования (в рамках баланса) соответствующих общественных отношений обеспечивает соблюдение частных интересов.

Правовое регулирование рынка ценных бумаг, его организации основано на экономическом базисе. Исходя из материальной составляющей (материальных публичных интересов) государство в лице уполномоченных органов формирует законодательство, регулирующее те или иные отношения, складывающиеся в сферах, связанных с материальными (экономическими) благами. Финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг – ключевая задача для любого современного государства с рыночной экономикой, заинтересованного в трансформации долгосрочных сбережений граждан в инвестиции с целью расширенного производства. В отечественной практике принято стимулировать инвестиционную активность в реальном секторе экономики, при этом финансовые инвестиции нередко оказываются вне рамок интереса законодателя,

---

[1] *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 195.

[2] Свободный и нерегулируемый рынок стал одной из причин «Великой депрессии» – мирового экономического кризиса, разразившегося в 1929 г. и длившегося до 1939 г., пик пришелся на 1929–1933 гг. Он начался с краха рынка ценных бумаг США и распространился на другие государства.

который рассматривает их исключительно в контексте правил рынка ценных бумаг[1]. Вместе с тем развитие рынка ценных бумаг становится целью как отдельных органов, так и государства в целом.

Так, в разработанных Центральным банком Российской Федерации Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов в разделе 4 «Развитие сегмента длинных денег» подчеркивалось, что «развитый рынок капитала, обеспечивая трансформацию сбережений в инвестиции, является важным фактором экономического роста»[2]. В Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года также отмечается, что «в части развития российского рынка капитала основной акцент будет сделан на обеспечение возможностей долгосрочного финансирования экономики, проектов ее структурной трансформации, а также деятельности предприятий на всех стадиях развития бизнеса»[3].

В Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов развитие рынка капитала и иных механизмов для долгосрочного финансирования экономического развития утверждается в качестве одной из задач[4].

В своем Послании Федеральному Собранию РФ от 29 февраля 2024 г. Президент России В.В. Путин отметил, что «капитализация российского фондового рынка к 2030 году должна удвоиться» и составить 66 % от ВВП [5]. Эта

---

[1] Веснин А.Е. Инфраструктура рынка инвестиционных услуг в странах БРИКС: правовые вопросы // Юрист. 2025. № 3. С. 56 - 61.

[2] Официальный сайт Банка России. URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/file/71220/main_directions.pdf (дата обращения: 27.11.2025).

[3] Распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2022 г. № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года» (в ред. от 21 декабря 2023 г.) // СЗ РФ. 2023. № 1, ч. 3, ст. 476; 2023. № 52, ст. 9722.

[4] См.: СПС «КонсультантПлюс». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_494030/ (дата обращения: 27.11.2025).

[5] См.: Путин: капитализация российского фондового рынка к 2030 году должна удвоиться // Информационное агентство ТАСС. URL: https://tass.ru/ekonomika/20116353 (дата обращения: 05.05.2024); Послание Президента РФ Федеральному Собранию от 29 февраля 2024 г. // Российская газета. 2024. 1 марта.

же цель нашла свое отражение и в стратегическом акте – Указе Президента РФ № 309[1].

Очевидна важность такого нормативно-правового регулирования, которое могло бы обеспечить на современном этапе положительный экономический эффект, а также режим законности и учета прав и законных интересов участников соответствующих общественных отношений. Правовое регулирование рынка ценных бумаг призвано обеспечить баланс публичных и частных интересов, что является сложной задачей[2].

Одним из направлений развития правового регулирования в рассматриваемой сфере может стать прямое закрепление в действующем законодательстве обязанности государства, выступающего регулятором на рынке ценных бумаг, соблюдать баланс частных и публичных интересов, поскольку в отношениях, где государство является эмитентом государственных ценных бумаг, исключено равноправие сторон (могут быть нарушены интересы частных лиц в пользу публичных интересов). Такая дуалистическая природа государства на рынке ценных бумаг, в зависимости от сложившейся конъюнктуры, может быть как драйвером роста для рынка ценных бумаг, так и препятствием для дальнейшего развития указанного института.

В связи с этим значение имеет не только наличие соответствующего законодательства, но и организационные основы – полномочия органов власти (в зависимости от уровня власти), эффективность правотворческой и правоприменительной деятельности таких органов.

Нормативные правовые акты, регулирующие общественные отношения, возникающие в сфере организации рынка ценных бумаг, можно подразделить на законы и подзаконные акты.

В первую группу входят:

---

[1] См.: СЗ РФ. 2024. № 20, ст. 2584.

[2] См. подробнее: Предпринимательское право: современный взгляд: монография / Е.А. Абросимова, В.К. Андреев, Е.Г. Афанасьева и др.; отв. ред. С.А. Карелина, П.Г. Лахно, И.С. Шиткина. М.: Юстицинформ, 2019. 600 с.; Левушкин А.Н. Обеспечение баланса интересов граждан, предпринимателей и публично-правовых образований как участников инвестиционных правоотношений на рынке ценных бумаг // Юрист. 2022. № 6. С. 29 - 36.

1) Конституция РФ. Закрепляет наличие частной, государственной и муниципальной собственности, гарантирует единство экономического пространства, свободное перемещение товаров, услуг и финансовых средств, поддержку конкуренции, свободу экономической деятельности, распределяет полномочия в финансовой сфере между Российской Федерацией и ее субъектами и т.д.;

2) Гражданский кодекс РФ. Закрепляет общие положения о ценных бумагах, их гражданско-правовую природу, особенности частноправового характера;

3) Бюджетный кодекс РФ. Регулирует взаимодействие рынка ценных бумаг и бюджетов бюджетной системы РФ, в частности, регламентирует деятельность публично-правовых образований как эмитентов на рынке ценных бумаг;

4) Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг[1], независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

5) Федеральный закон от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (в ред. от 4 августа 2026 г.)[2] (далее – Закон о Банке России). Закрепляет ряд полномочий Банка России, в числе которых – полномочия, связанные с регулированием рынка ценных бумаг, его организацией и т.д.

Ко второй группе можно отнести:

---

[1] Как отмечалось ранее, ценные бумаги и эмиссионные ценные бумаги не тождественные понятия.

[2] См.: СЗ РФ. 2002. № 28, ст. 2790; 2026. № 32, ст. 4531.

1) акты Президента РФ, например Указ Президента РФ от 3 марта 2023 г. № 138 «О дополнительных временных мерах экономического характера, связанных с обращением ценных бумаг» (в ред. от 9 сентября 2024 г.)[1];

2) акты Правительства РФ, например постановление Правительства РФ от 16 декабря 2022 г. № 2337 «О внесении изменений в Правила отнесения акций и облигаций российских организаций, а также инвестиционных паев, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, к ценным бумагам высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики»[2];

3) акты Министерства финансов РФ, например приказ Минфина России от 18 сентября 2014 г. № 101н «Об утверждении стандартов раскрытия информации о государственных ценных бумагах субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг, и форм заявлений о государственной регистрации условий эмиссии и обращения этих ценных бумаг, а также изменений, вносимых в эти условия»[3];

4) акты Центрального банка Российской Федерации, например указание Банка России от 21 ноября 2025 г. № 7246-У «О порядке определения рыночной цены ценных бумаг, расчетной цены ценных бумаг, а также порядке определения предельной границы колебаний рыночной цены в целях главы 23 Налогового кодекса Российской Федерации»[4].

Перечисленные нормативные правовые акты, правовые акты представлены в целях описания организационно-правовых основ рынка ценных бумаг. Что касается нормативно-правовой базы, то в настоящее время она имеет целостный вид, позволяющий говорить о достаточном правовом регулировании.

---

[1] См.: СЗ РФ. 2023. № 10, ст. 1662; 2024. № 38, ст. 5622.

[2] См.: СЗ РФ. 2022. № 52, ст. 9609.

[3] См.: Официальный интернет-портал правовой информации. URL: https://www.pravo.gov.ru (дата обращения: 19.05.2026).

[4] См.: СПС «КонсультантПлюс».

Качество организации рынка ценных бумаг напрямую зависит от уровня реализации полномочий различными публично-правовыми образованиями. В этой связи необходимо рассмотреть полномочия органов по регулированию рынка ценных бумаг.

Законодатель в статье 38 Закона о рынке ценных бумаг закрепляет, что государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем:

1) установления обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;

2) государственной регистрации выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

3) лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

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

5) запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии».

Таким образом, законодатель прямо закрепил организационные основы регулирования рынка ценных бумаг в федеральном законе.

Особую роль в вопросе регулирования рынка ценных бумаг играет Центральный банк Российской Федерации, который непосредственно осуществляет:

1) установление обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов (например, решение Совета директоров Банка России от 26 декабря 2025 г. «О требованиях к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих депозитарную деятельность, при осуществлении ими учета прав на отдельные виды ценных бумаг и перечислении ими выплат в денежной форме

по отдельным видам финансовых инструментов, а также о порядке передачи российскими юридическими лицами, имеющими обязательства, связанные с еврооблигациями, денежных средств держателям еврооблигаций»[1]);

2) государственную регистрацию выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг;

3) лицензирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг (правовые основы допуска профессиональных участников рынка ценных бумаг на финансовый рынок установлены Законом о рынке ценных бумаг, положением Банка России от 27 июля 2015 г. № 481-П[2], указанием Банка России от 2 ноября 2018 г. № 4956-У,[3] а также положением Банка России от 29 июня 2022 г. № 798-П,[4] в соответствии с которым названное право можно получить в разрешительном или уведомительном порядке[5]);

---

[1] См.: Официальный сайт Банка России. URL: http://www.cbr.ru/, 30.12.2025 (дата обращения: 18.02.2026).

[2] Положение Банка России от 27 июля 2015 г. № 481-П «О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг» (в ред. от 16 декабря 2020 г.) (зарегистрировано в Минюсте России 25 августа 2015 г. № 38673) // Вестник Банка России. 2015. № 75.

[3] Указание Банка России от 2 ноября 2018 г. № 4956-У «О требованиях к инвестиционным советникам» (в ред. от 1 августа 2019 г.) (зарегистрировано в Минюсте России 14 января 2019 г. № 53340) // Вестник Банка России. 2019. № 10.

[4] Положение Банка России от 29 июня 2022 г. № 798-П «О порядке лицензирования Банком России видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, указанных в статьях 3–5, 7 и 8 Федерального закона от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", и порядке ведения Банком России реестра профессиональных участников рынка ценных бумаг, о порядке принятия Банком России решения о внесении (об отказе во внесении) сведений о лице в единый реестр инвестиционных советников и порядке ведения Банком России указанного реестра, а также о порядке предоставления Банком России лицензии на осуществление деятельности инвестиционного фонда, лицензии управляющей компании на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, лицензии на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и порядке ведения Банком России реестров указанных лицензий» (зарегистрировано в Минюсте России 8 ноября 2022 г. № 70858) // Вестник Банка России. 2022. № 55.

[5] См.: Профессиональные участники рынка ценных бумаг // Официальный сайт Банка России. URL: https://cbr.ru/admissionfinmarket/navigator/purcb/ (дата обращения: 01.12.2025).

4) создание системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Таким образом, полномочия по государственному регулированию рынка ценных бумаг принадлежат преимущественно Банку России. Об этом свидетельствует и статья 42 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», в которой закреплены и иные, помимо упомянутых, полномочия по регулированию рынка ценных бумаг Центральным банком Российской Федерации. В России долго велась дискуссия о том, нужно ли создать мегарегулятор на базе Банка России, на базе Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) или необходимо образовать для этих целей новый орган. В результате было принято решение о создании мегарегулятора на базе Банка России[1].

Для выявления сущности организационно-правовых основ в сфере рынка ценных бумаг требуется определить принципы финансово-правового регулирования рынка ценных бумаг, его организации. Легального закрепления такие принципы не получили, в связи с чем следует обратиться к доктрине.

Н.М. Тюкавкин выделяет следующие принципы регулирования рынка ценных бумаг:

«1. Разделение подходов в регулировании отношений между эмитентом и инвестором с одной стороны и отношений с участием профессиональных участников рынка – с другой.

2. Выделение из всех видов ценных бумаг так называемых эмиссионных.

3. Максимально широкое использование процедур раскрытия информации обо всех участниках рынка, эмитентах, крупных инвесторах и профессиональных участниках.

4. Необходимость обеспечения конкуренции как механизма объективного повышения качества услуг и снижения их стоимости.

---

[1] См.: *Рождественская Т.Э.* Банк России как мегарегулятор на финансовом рынке: особенности правового статуса // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2014. № 4.

5. При разделении полномочий между регулирующими органами следует исходить из того, что нормотворчеством и нормоприменением не должно заниматься одно и то же лицо.

6. Обеспечение гласности нормотворчества, широкое публичное обсуждение путей решения проблем рынка.

7. Соблюдение принципа преемственности российской системы регулирования рынка ценных бумаг, имеющей определенную историю и традиции.

8. Оптимальное распределение функций регулирования рынка ценных бумаг между государственными и негосударственными органами управления (коммерческими организациями, общественными организациями)»[1].

Стоит отметить, что предложенные принципы есть не что иное, как результат развития экономической науки, итог рассмотрения основных начал регулирования рынка ценных бумаг с материальной точки зрения. Для целей диссертационного исследования необходимо рассмотреть основополагающие начала регулирования рынка ценных бумаг с юридической точки зрения.

Поскольку легально закрепленные принципы в законодательстве отсутствуют, рынок ценных бумаг, как представляется, базируется на общеправовых и общеотраслевых принципах. К общеправовым можно отнести принципы: демократизма, законности, равноправия, социальной справедливости, единства прав и обязанностей[2].

Основными общеотраслевыми принципами действующего финансового права, по мнению Е.В. Покачаловой, являются следующие:

«1) приоритетность публичных задач в правовом регулировании финансовых отношений, сочетающихся с реализацией частных интересов граждан;

2) социальная направленность финансово-правового регулирования;

---

[1] *Тюкавкин Н.М.* Указ. соч. С. 151.

[2] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 218.

3) федерализм и равноправие субъектов РФ в области финансовой деятельности государства;

4) единство финансовой политики и денежной системы;

5) самостоятельность органов местного самоуправления в формировании и использовании местных финансов;

6) распределение функций в области финансовой деятельности на основе разделения законодательной (представительной) и исполнительной властей;

7) участие граждан РФ, общественных организаций в финансовой деятельности государства и органов местного самоуправления, ее контроле;

8) гласность в финансовой деятельности государства и органов местного самоуправления;

9) принципы плановости и законности финансовой деятельности»[1].

Не меньшую значимость имеют принципы, непосредственно регулирующие рынок ценных бумаг, его организацию. Категория «принципы права» играет важную роль в вопросе реализации норм права, которая, как уже подчеркивалось, составляет основу нормального функционирования рынка ценных бумаг. Кроме того, принципы права могут быть ориентиром в практической деятельности.

В теории права справедливо отмечается, что если идея не закреплена в праве, то ее содержанием можно пренебречь или исказить его, не опасаясь государственного принуждения, она остается лишь элементом правовой идеологии. Принципы права – фундамент для норм, регулирующих те или иные общественные отношения. Вместе с тем это и закрепленные в нормах права основополагающие требования, соответствующие моральным, политическим и экономическим ценностям общества, направляющие процесс создания и применения права[2]. Таким образом, принципы права должны объективизироваться через включение в нормативные правовые акты, в противном случае они могут так и оставаться на уровне «идей» или «начал».

---

[1] Финансовое право: учебник / отв. ред. Н.И. Химичева. 5-е изд., перераб. и доп. С. 45.

[2] См.: *Смирнов Д.А.* О понятии принципов права // Общество и право. 2012. № 4 (41). С. 36.

Несмотря на это, в российском законодательстве не содержатся ни принципы рынка ценных бумаг, ни принципы организации рынка ценных бумаг. Однако раздел II Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации включает принципы государственной политики на рынке ценных бумаг, а также принципы государственного регулирования рынка ценных бумаг[1]. Так, к важнейшим принципам государственной политики на рынке ценных бумаг относятся:

1) принцип государственного регулирования рынка ценных бумаг;

2) принцип единства нормативно-правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории Российской Федерации;

3) принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования;

4) принцип равных возможностей;

5) принцип преемственности государственной политики на рынке ценных бумаг;

6) принцип ориентации на мировой опыт и учета тенденции глобализации финансовых рынков.

На современном этапе особую значимость на рынке ценных бумаг приобретает информация, дающая неконкурентное преимущество инвестору, которая может быть получена непубличнo, – инсайдерская информация. В связи с этим на уровне нормативного правового акта необходимо закрепить принцип равенства участников рынка ценных бумаг независимо от наличия у них инсайдерской информации[2]. К сожалению, ни в Федеральном законе от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в ред. от 8 августа

[1] См.: Указ Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008 «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации» (в ред. от 16 октября 2000 г.) // СЗ РФ. 1996. № 28, ст. 3356.

[2] См.: *Лифшиц И.М.* Указ. соч. С. 78.

2024 г.)[1], ни в других нормативных правовых актах указанное правовое положение не нашло своего закрепления в качестве принципа, а без этого принцип остается лишь «идеей», «началом», влияющим исключительно на правосознание[2].

Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации к числу основных принципов государственного регулирования рынка ценных бумаг относит:

1) функциональное регулирование в сочетании с институциональным регулированием по вопросам организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка;

2) использование механизмов саморегулирования рынка, создаваемых при помощи государства и под его контролем;

3) распределение полномочий по регулированию рынка между Российской Федерацией и субъектами РФ, а также различными органами исполнительной власти;

4) приоритет в защите мелких инвесторов и населения, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка;

5) приоритет в развитии инфраструктурных организаций;

6) максимальное снижение и разделение рисков;

7) поддержка конкуренции на рынке;

8) предотвращение или частичное снятие конфликтов интересов на основе регулирования вопросов совмещения видов профессиональной деятельности.

Принципы государственной политики могут выступать как наиболее близкие по своей сути к принципам правового регулирования рынка ценных бумаг, в то время как принципы государственного регулирования рынка ценных бумаг способны выполнять роль принципов организации рынка ценных бумаг (в данном случае регулирование и организация – схожие понятия).

---

[1] См.: СЗ РФ. 2010. № 31, ст. 4193; 2024. № 33, ч. 1, ст. 4971.

[2] См.: *Смирнов Д.А.* О понятии принципов права // Общество и право. 2012. № 4 (41).

Таким образом, единственными основными началами рынка ценных бумаг, его организации являются принципы, закрепленные в Указе Президента РФ в 1996 г. (с изм. в 2000 г.) и используемые по аналогии. Очевидно, за этот промежуток времени изменилась как мировая экономическая конъюнктура, так и российская. Финансы – не только экономическая категория, но и правовая, потому как регулирование финансовых отношений закрепляется в виде норм в законодательстве[1]. Значимые изменения в экономической жизни должны спровоцировать и изменения в правовой жизни – изменения в законодательстве РФ.

На сегодняшний день легально закрепленных принципов правового регулирования рынка ценных бумаг, организации рынка ценных бумаг нет, что может рассматриваться как пробел в праве, преодолеть который возможно с использованием общеотраслевых принципов, отраслевых принципов, принципов регулирования рынка ценных бумаг и государственной политики в указанной сфере (по аналогии). Видится актуальной имплементация соответствующих принципов (закрепленных в Указе Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008 «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации») на уровне федерального законодательства, что позволит более четко осуществлять регулирование в сфере рынка ценных бумаг.

Таким образом, рынок ценных бумаг, его организация приобретают особую значимость, так как рынок ценных бумаг трансформируется в один из важнейших способов привлечения государством денежных средств, необходимых для покрытия дефицита бюджета, выполняет роль площадки, позволяющей трансформировать сбережения граждан и юридических лиц в долгосрочные инвестиции в экономику РФ, что, безусловно, положительно скажется на уровне национального благосостояния в стране. Привлечение временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц актуально и для организаций, использующих таковые для расширенного воспроизводства. Здесь

---

[1] См.: *Вознесенский Э.А.* Финансы как стоимостная категория. М.: Финансы и статистика, 1985. С. 17.

следует оговориться, что фактически характеристика «временно свободные» в отношении денежных средств означает «право собственника либо титульного владельца денежных средств определить их судьбу следующим образом: использовать на приобретение товаров, работ, услуг, на создание новых объектов собственности или предоставить в долг, то есть вступить в кредитно-долговые отношения»[1].

Проведенный выше анализ содержания понятий «рынок ценных бумаг», «организация рынка ценных бумаг», «рынок ценных бумаг субъектов РФ», «организация рынка ценных бумаг субъектов РФ», «рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ» способен положительно сказаться на соответствующем правовом регулировании. Немаловажным является и определение организационно-правовых основ рынка ценных бумаг, а вместе с тем и принципов правового регулирования. Особого внимания заслуживает вопрос о нормативном закреплении специальных принципов рынка ценных бумаг, которое в настоящее время отсутствует как в законодательстве, так и в правовой доктрине.

Не менее значимым представляется и вопрос об отраслевой принадлежности норм права, регулирующих общественные отношения, связанные с функционированием рынка ценных бумаг и его организацией. Данная проблема частично затрагивалась в части, касающейся определения понятия «организация рынка ценных бумаг». Однако для целостного взгляда на исследуемые правовые явления требуется системное рассмотрение отраслевой принадлежности отношений, складывающихся в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ.

1.2. Проблемы определения отраслевой принадлежности отношений, складывающихся в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации

[1] *Покачалова Е.В., Рыбакова С.В.* Финансовая правосубъектность участников отношений в сфере публичного (государственного) и частного (банковского) кредита // Юридическая наука и практика: Вестник Нижегородской академии МВД России. 2018. № 4 (44). С. 253.

Основное назначение права, то есть цель, с которой принимаются те или иные правовые акты, – регулирование общественных отношений[1]. Регуляторному воздействию права подвергаются далеко не все общественные отношения, а лишь те, которые имеют существенное значение[2]. В контексте темы настоящего исследования такое значение имеют общественные отношения, связанные с функционированием рынка ценных бумаг.

Совокупность единых и согласованных действующих в стране правовых норм, хотя и разделенных на относительно самостоятельные структурные элементы, можно назвать системой права[3]. Системность как свойство права необходима, поскольку является важным элементом, позволяющим говорить о достижении целей права в целом. Особого внимания заслуживает взаимосвязь динамики общественных отношений и динамики норм права, регулирующих данные общественные отношения. Несоответствие сложившихся общественных отношений действующим нормам права способно привести к возникновению конфликтной ситуации – правонарушению[4].

Именно поэтому соответствие норм права реально складывающимся общественным отношениям подлежит анализу как со стороны законодателя, принимающего соответствующие нормативные правовые акты, так и со стороны правоприменителя, напрямую взаимодействующего с нормой права при ее фактической реализации. Указанное в полной мере относится и к отношениям, складывающимся в сфере организации рынка ценных бумаг субъектов РФ, в силу динамичности развития этих отношений.

Как известно, элементами системы права являются нормы права, отрасль права, подотрасль права, институт права[5], субинститут права[1]. Такая структура

---

[1] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 374.

[2] См.: *Белякович Е.В.* Понятие и пределы правового регулирования // Сибирский юридический вестник. 2006. № 4. С. 5.

[3] См.: *Мелехин А.В.* Теория государства и права: учебник. М.: Маркет ДС, 2007. С. 319.

[4] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 377.

[5] См., например: *Алексеев С.С.* Теория государства и права: учебник для вузов. М.: Норма, 2005. С. 184; *Мелехин А.В.* Указ. соч. С. 319; Теория государства и права: учебник / под ред. А.А. Клишаса. М.: Статут, 2019. С. 320; *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 315.

системы права оправданна, поскольку отдельные элементы системы без должной взаимосвязи не будут иметь необходимый интегративный эффект, который критически важен при решении задач, поставленных перед правом в целом[2]. Качество структуры системы права может перекликаться с качеством соответствующих правоотношений.

Общепризнанным в науке теории права является постулат о том, что отрасль права – это элемент системы права, представляющий собой основанную на единых принципах и функциях подсистему правовых норм, которые с использованием свойственных им специфических юридических способов и средств регулируют определенную широкую сферу однородных общественных отношений[3]. В свою очередь, подотрасль права характеризуется тем, что совокупность входящих в нее норм регулирует определенные массивы общественных отношений, обладающих рядом специфических признаков и определенной обособленностью, что и обусловливает выделение указанного структурного элемента[4].

Например, подотраслью финансового права является бюджетное право. Блок норм бюджетного права устанавливает и регулирует состав доходов и расходов бюджетной системы в целом и входящих в нее бюджетов, разграничение их между бюджетами разных уровней[5]. Вопрос сбалансированности бюджета в российском праве закреплен на уровне правового принципа. Согласно статье 33 Бюджетного кодекса РФ, принцип сбалансированности бюджета означает, что объем предусмотренных бюджетом расходов должен соответствовать суммарному объему доходов бюджета и поступлений источников

---

[1] См., например: *Матузов Н.И., Малько А.В.* Теория государства и права: учебник. М.: Юристъ, 2004; *Орехов И.В.* Понятие и признаки субинститута права: настоящее и будущее // Вестник ОмГУ. Серия: Право. 2016. № 3 (48); *Петров Д.Е.* Дифференциация и интеграция структурных образований системы российского права: дис. … д-ра юрид. наук. Саратов, 2015; *Киримова Е.А.* Правовой институт: теоретико-правовое исследование: дис. … канд. юрид. наук. Саратов, 1998.

[2] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 315.

[3] См.: *Петров Д.Е.* Отраслевое строение права и его структура: аспекты соотношения // Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева. 2015. № 2 (82). С. 28.

[4] См.: *Мелехин А.В.* Указ. соч. С. 319.

[5] См.: Финансовое право: учебник / отв. ред. Н.И. Химичева, Е.В. Покачалова. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Норма: ИНФРА-М, 2020. С. 192.

финансирования его дефицита, уменьшенных на суммы выплат из бюджета, связанных с источниками финансирования дефицита бюджета и изменением остатков на счетах по учету средств бюджетов.

Для соблюдения сбалансированности бюджета публично-правовое образование правомочно обратиться к источникам финансирования дефицита бюджета. В статье 94 Бюджетного кодекса РФ в числе таких источников указывается разница между средствами, поступившими от размещения государственных ценных бумаг РФ, номинальная стоимость которых указана в российской валюте, и средствами, направленными на их погашение (включается в состав источников внутреннего финансирования дефицита федерального бюджета). Аналогичным образом изложена статья 95 Бюджетного кодекса РФ «Источники финансирования дефицита бюджета субъекта Российской Федерации».

В свою очередь, в статье 97 Бюджетного кодекса РФ установлено, что «к государственному долгу Российской Федерации относятся долговые обязательства Российской Федерации перед физическими и юридическими лицами Российской Федерации, субъектами Российской Федерации, муниципальными образованиями, иностранными государствами, международными финансовыми организациями, иными субъектами международного права, иностранными физическими и юридическими лицами, возникшие в результате государственных заимствований Российской Федерации». Из изложенного следует, что государственный долг – один из источников финансирования дефицита бюджета (для соответствующего уровня бюджета публично-правового образования). Такая позиция не только прослеживается из анализа норм Бюджетного кодекса РФ, но и отмечается учеными в науке финансового права[1].

Вместе с тем подпунктом 2 пункта 2 статьи 98 Бюджетного кодекса РФ закреплено, что долговые обязательства Российской Федерации могут

[1] См., например: *Цареградская Ю.К.* Государственный долг России в системе финансового права: особенности правового регулирования: монография / под ред. О.В. Болтиновой. М.: Проспект, 2016.

существовать в том числе в виде обязательств по государственным ценным бумагам, выпущенным от имени Российской Федерации. Об этом же идет речь и в статье 99 «Структура государственного долга субъекта Российской Федерации, виды и срочность долговых обязательств субъекта Российской Федерации».

Государственный долг является следствием государственных заимствований. Так, в соответствии со статьей 103 Бюджетного кодекса РФ под государственными (муниципальными) заимствованиями понимается привлечение от имени публично-правового образования заемных средств в бюджет публично-правового образования путем размещения государственных (муниципальных) ценных бумаг и в форме кредитов, по которым возникают долговые обязательства публично-правового образования как заемщика. При этом государственные ценные бумаги как форма государственных займов занимают ведущее место в структуре внутреннего долга Российской Федерации[1].

Таким образом, государственный долг – логичное следствие осуществления государственных заимствований, которые, в свою очередь, могут осуществляться в целях финансирования дефицита бюджета. В представленной причинно-следственной связи государственные ценные бумаги проходят путь от необходимости финансирования дефицита бюджета (источник финансирования дефицита бюджета), далее – к необходимости привлечь заемные средства путем размещения ценных бумаг (государственные заимствования) и, наконец, – к образованию долговых обязательств публично-правового образования в виде обязательств по государственным ценным бумагам. Кроме того, происходит исполнение принятых обязательств. Между тем государственные заимствования – не единственный способ финансирования дефицита бюджета. Государственные заимствования могут осуществляться не только для финансирования дефицита соответствующего бюджета, но и для иных целей, среди которых – погашение государственных долговых обязательств.

[1] См.: *Филачева О.А.* Особенности правовой природы ценных бумаг как формы долговых обязательств Российской Федерации: дис. … канд. юрид. наук. М., 2003. С. 6.

Что касается предмета современного финансового права, то, принимая во внимание цели настоящего диссертационного исследования, важно определить отраслевую принадлежность блоков норм, регулирующих отношения, возникающие в связи с функционированием рынка ценных бумаг и его организацией, а также уяснить сущность правового института и субинститута в системе права в целом.

Известно, что институт права представляет собой совокупность таких правовых норм, которые по своей сути являются первичной правовой общностью, то есть совокупностью норм, регулирующих определенную разновидность общественных отношений. Е.А. Киримова справедливо отмечает, что «правовой институт может состоять из одной правовой нормы, из ассоциаций правовых норм, из нескольких однопорядковых предписаний, из субинститутов»[1]. Таким образом, выделение субинститутов видится обоснованным.

Блок правовых норм, регулирующих рынок ценных бумаг, как правило, называют институтом права. В то же время ряд ученых-правоведов высказываются о правовом регулировании рынка ценных бумаг как о частноправовом институте (цивилистическом институте права), о материальном понимании рынка ценных бумаг, что связано с рассмотрением указанной проблематики через призму обменной сущности рынка ценных бумаг[2]. Вероятно, такое мнение сформировалось под влиянием гражданско-правовой природы самой ценной бумаги, которая обращается на рынке ценных бумаг.

Действительно, в пункте 1 статьи 142 Гражданского кодекса РФ обозначено, что ценными бумагами являются документы, соответствующие установленным

---

[1] *Киримова Е.А.* Указ. соч. С. 21.

[2] См., например: *Белов В.А.* Ценные бумаги в российском гражданском праве / под ред. Е.А. Суханова. М.: ЮрИнфоР, 1996; *Шевченко О.М.* Рынок ценных бумаг и коллективных инвестиций как предмет изучения и преподавания в юридическом вузе // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2018. № 3 (43); Economics, management, law: realities and perspectives: Collection of scientific articles. Les Editions Originale, Paris, France, 2016. P. 11; *Симаева Е.П., Дементьева Т.В.* Принципы правового регулирования эмиссии и размещения акций // Legal Concept. 2013. № 1; *Хоменко Е.Г.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учеб.-практ. пособие. М.: Юрист, 2008; *Петров М.И.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг. СПб.: Питер, 2005; *Бурова Д.В.* Рынок ценных бумаг – комплексное правовое формирование в системе российского законодательства // Современное право. 2012. № 2.

законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов (документарные ценные бумаги). Вместе с тем согласно абзацу 2 пункта 2 статьи 142 Гражданского кодекса РФ, выпуск или выдача ценных бумаг подлежит государственной регистрации в случаях, установленных законом.

Нормы, регулирующие связанные с ценной бумагой общественные отношения, носят гражданско-правовой характер, потому как ценная бумага в сущности – некое имущественное право, движимая вещь[1].

В настоящее время в России право частной собственности закреплено на уровне Конституции РФ. Так, в пункте 2 статьи 8 прямо указано, что в Российской Федерации признаются и защищаются равным образом частная, государственная, муниципальная и иные формы собственности. В пунктах 1, 2 статьи 35 отмечается, что право частной собственности охраняется законом и что каждый вправе иметь имущество в собственности, владеть, пользоваться и распоряжаться им как единолично, так и совместно с другими лицами. Вещные отношения, то есть отношения по поводу имущества (имущественные отношения), возникающие между субъектами частного права, в правовой доктрине безоговорочно отнесены к предмету гражданского права[2]. Таким образом, частноправовая (цивилистическая) природа ценной бумаги (как вещи) оспариваться не может. По сути, ценная бумага появилась как документ, удостоверяющий право, что и представляет собой вещное право.

Нормы права, регулирующие общественные отношения, связанные с ценной бумагой, следует относить к гражданско-правовым. Среди таковых можно выделить саму ценную бумагу как объект регулирования, классификацию и виды

---

[1] См.: Гражданское право: учебник: в 4 т. Т. 1: Общая часть / [В.С. Ем и др.]; отв. ред. Е.А. Суханов. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Волтерс Клувер, 2006 С. 208.

[2] См.: Гражданское право: учеб. пособие / Е.Г. Шаблова, О.В. Жевняк; под общ. ред. Е.Г. Шабловой. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2015. С. 5; Гражданское право: учебник: в 4 т. Т. 1: Общая часть / [В.С. Ем и др.]; отв. ред. Е.А. Суханов. 3-е изд., перераб. и доп. С. 35; Учебное пособие по гражданскому праву (краткий курс) / [Н.А. Боровинская и др.]; отв. ред. С.Ю. Морозов. 2-е изд., перераб. Ульяновск: Изд-во Ульянов. гос. ун-та, 2014. С. 10.

ценных бумаг, способы передачи прав на ценную бумагу, а также эмиссии ценных бумаг (в части, касающейся действий конкретных эмитентов).

Между тем общественные отношения, связанные с рынком ценных бумаг, значительно развились, расширились и усложнились. Их динамичность вылилась в снижение значимости указанного гражданско-правового регулирования. Упомянутыми ранее учеными-правоведами (преимущественно цивилистами) правовое регулирование рынка ценных бумаг ошибочно сводится к правовому регулированию ценных бумаг, то есть к такой группе норм, которые устанавливают правовую основу для самих ценных бумаг. С такой позицией сложно согласиться, поскольку рынок ценных бумаг представляет собой комплексный институт законодательства, в который входят нормы права различных его отраслей (гражданского, финансового, административного и др.).

Для определения места соответствующих блоков норм в системе финансового права необходимо выяснить, какие общественные отношения и каким образом урегулированы действующим законодательством в настоящее время.

Так, в соответствии с пунктом 2 статьи 142 Гражданского кодекса РФ ценными бумагами являются: акция, вексель, закладная, инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, коносамент, облигация, чек и иные ценные бумаги. Вместе с тем статья 1 Закона о рынке ценных бумаг устанавливает, что данным Федеральным законом регулируются отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами. Таким образом, ценные бумаги подразделяются на эмиссионные и неэмиссионные[1].

Согласно подпункту 1 пункта 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг, эмиссионные ценные бумаги – это любые ценные бумаги, которые характеризуются одновременно следующими признаками:

---

[1] См.: Правовые основы финансовой грамотности и защита прав потребителей финансовых услуг: учебник / под ред. Е.В. Покачаловой. М.: Проспект, 2026. С. 176.

закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных указанным Законом формы и порядка;

размещаются выпусками или дополнительными выпусками;

имеют равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска независимо от времени приобретения ценных бумаг.

Из представленного очевидно, что вексель, закладная, инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, коносамент и чек не соответствуют закрепленным в Законе о рынке ценных бумаг критериям. Между тем анализ норм Закона позволяет заключить, что на рынке ценных бумаг также обращаются, например, и паи паевых инвестиционных фондов, несмотря на то, что они не являются эмиссионными ценными бумагами. Их обращение также регулируется названным Законом. При этом ряд авторов отмечают схожую экономическую природу эмиссионных ценных бумаг в целом и паев паевых инвестиционных фондов[1].

Вместе с тем не все эмиссионные ценные бумаги, по смыслу Закона о рынке ценных бумаг, обращаются на организованных торгах. Кроме того, существуют ценные бумаги (коносамент, чек и т.д.), сделки с которыми также происходят вне организованных торгов – на неорганизованном рынке ценных бумаг. Правомерность выделения организованного рынка ценных бумаг подтверждается пунктом 1 статьи 1 Федерального закона от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах», а также упоминанием такого рынка в Налоговом кодексе РФ[2], в частности в статье 214.1 «Особенности определения налоговой базы, исчисления и уплаты налога на доходы по операциям с ценными бумагами и по операциям с производными финансовыми инструментами», в статье 302 «Особенности формирования доходов и расходов налогоплательщика по

---

[1] См.: *Почежерцева З.А.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг России: частноправовые и публично-правовые начала: монография. М.: Проспект, 2015. С. 27.

[2] Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть вторая от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ (в ред. от 4 августа 2026 г.) // СЗ РФ. 2000. № 32, ст. 3340; 2026. № 32, ст. 4489.

операциям с производными финансовыми инструментами, обращающимися на организованном рынке» и др.

Не может оспариваться и существование неорганизованного рынка ценных бумаг, поскольку сделки с ценными бумагами осуществляются вне организованного рынка. Общественные отношения, возникающие в этом сегменте, регулируются нормами гражданского права, поскольку речь идет о единичных сделках различного характера. Соответствующие нормы права в совокупности образуют гражданско-правовой институт, поскольку представляют собой комплекс взаимосвязанных юридических норм, регулирующих определенный вид или группу однородных общественных отношений в рамках отрасли права.

Иным образом регламентированы общественные отношения, возникающие на организованном рынке ценных бумаг, поскольку включают в себя и отношения, урегулированные нормами гражданского права (сама ценная бумага – вещное право), и отношения, урегулированные нормами финансового права (организация рынка ценных бумаг). Таким образом, организованный рынок ценных бумаг выступает комплексным институтом законодательства, включающим нормы различных отраслевых нормативных правовых актов (вопросы, связанные с вещной природой ценных бумаг, закреплены в Гражданском кодексе РФ, а организация рынка регулируется преимущественно Законом о рынке ценных бумаг (финансовое право)).

Итак, блок норм, регулирующих общественные отношения, связанные со сделками с ценными бумагами на организованном рынке ценных бумаг, а также с порядком эмиссии конкретных ценных бумаг конкретного эмитента (корпоративный аспект), следует отнести к субинституту «обращение ценных бумаг на организованном рынке ценных бумаг», поскольку такие нормы формируют единую, целостную и завершенную правовую конструкцию[1]. Данный

[1] См.: *Орехов И.В.* Понятие и признаки субинститута права: настоящее и будущее // Вестник ОмГУ. Серия: Право. 2016. № 3 (48). С. 52.

субинститут является частноправовым, а метод регулирования соответствующих норм – диспозитивным.

В свою очередь, организация рынка ценных бумаг составляет предмет регулирования финансового права, так как относится к государственной деятельности по урегулированию отношений, складывающихся между субъектами рынка ценных бумаг. Такие общественные отношения носят публично-правовой характер, а нормы, их регулирующие, являются нормами финансового права. В данном случае речь идет об организации именно организованного рынка ценных бумаг, поскольку неорганизованный рынок ценных бумаг не подвергается государственному регулированию как целостное явление. Соответственно, в дальнейшем предлагается использовать термин «организация рынка ценных бумаг» наряду с категорией «организация организованного рынка ценных бумаг».

Отношения, урегулированные в рамках организации рынка ценных бумаг, имеют особую специфику, что проявляется в собственном методе (преимущественно императивном), а также в предмете (отношения, складывающиеся по поводу организации рынка ценных бумаг). Организация рынка ценных бумаг как субинститут регулирует конкретную разновидность общественных отношений, в связи с чем видится необходимым относить соответствующую совокупность правовых норм к субинституту финансового права.

О разнице между субинститутом обращения ценных бумаг на организованном рынке ценных бумаг и субинститутом организации рынка ценных бумаг свидетельствуют также различные подходы к определению категории «ценная бумага». Например, статья 2 Закона о рынке ценных бумаг закрепляет такие виды эмиссионных ценных бумаг, как российская депозитарная расписка, а также опцион эмитента. То есть данный Федеральный закон расширяет перечень ценных бумаг, содержащийся в гражданском законодательстве. Между тем опцион по своей правовой природе является договором. Так, согласно статье 429.3 Гражданского кодекса РФ, по опционному

договору одна сторона на условиях, предусмотренных этим договором, вправе потребовать в установленный договором срок от другой стороны совершения предусмотренных опционным договором действий (в том числе уплатить денежные средства, передать или принять имущество), но если управомоченная сторона не заявит требование в указанный срок, опционный договор прекращается.

В то же время подпункт 12 пункта 1 Закона о рынке ценных бумаг определяет, что 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, обозначенной в опционе эмитента. Сравнительно-правовой анализ представленных нормативных положений позволяет сделать вывод, что в данном случае нет коллизии норм права, поскольку нет противоречия. Названные правовые конструкции имеют схожий смысл, однако в случае специализированного нормативного правового акта (Закон о рынке ценных бумаг) опцион как договор приобретает особые «рыночные» и «организованные» черты. То есть речь идет о более специфическом (финансово-правовом) регулировании, которое необходимо в силу сложности, глубины и особенностей соответствующих динамично развивающихся общественных отношений.

Рынок ценных бумаг как социальное явление приобретает все большую значимость для целей реализации не только публичных, но и, что немаловажно, частных законных интересов. Вместе с тем, как метко отмечают Т.Я. Хабриева и Н.Г. Доронина, «складывающиеся на российском финансовом рынке договорные отношения развиваются в рамках строгих императивных предписаний со стороны регулирующих органов, и никто из участников рыночных отношений не вправе нарушить их. Именно жесткие границы административных предписаний дают

возможность участникам рынка свободно совершать сделки»[1]. Значимость общественных отношений, возникающих на рынке ценных бумаг, для государства высока, поэтому в вопросе правового регулирования данных отношений особую роль играет публичное право.

Аналогичном образом в бюджетном обязательстве[2] (термин «обязательство» является законодательно закрепленным понятием в такой подотрасли финансового права, как бюджетное право[3]), а также в бюджетном кредите[4] и многих других институтах финансового права публичное превалирует над частным в силу наличия в соответствующем правовом регулировании либо публично-правового образования (как участника правоотношений), либо публичной цели. Более того, понятие «обязательство» в контексте государственного долгового обязательства возникает не из публично возложенной или публично принятой обязанности, как в случае с институтами налогового и бюджетного права, а из договорных отношений между заемщиком и займодавцем[5].

Нормы, составляющие субинститут «организация рынка ценных бумаг», полностью включены в рынок ценных бумаг как институт законодательства[6], потому как организация рынка ценных бумаг представляет собой установленные государством в лице уполномоченных органов нормы и правила выпуска, размещения и обращения ценных бумаг в пределах национальной либо иной территории, направленные на регулирование рыночных отношений и

---

[1] *Хабриева Т.Я., Доронина Н.Г.* Создание международного финансового центра: системный подход к решению правовых проблем // Журнал российского права. 2010. № 11 (167). Доступ из СПС «КонсультантПлюс»

[2] См., например: *Дорошок Л.С.* Бюджетное обязательство в системе бюджетного права и законодательства Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук. Саратов, 2025.

[3] См.: *Рыбакова С.В.* Отдельные направления развития теории финансового права в аспекте определения предмета отрасли финансового права // Вестник Юж.-Урал. гос. ун-та. Серия: Право. 2009. № 6 (139). С. 98.

[4] См.: *Швецова И.В.* Бюджетное кредитование как самостоятельное направление финансовой деятельности публично-правовых образований в Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук. Саратов, 2023.

[5] См.: *Покачалова Е.В.* Финансово-правовая категория государственного долга в аспекте конституционных основ // Научные труды РАЮН. Вып. 4. Т. 3. М., 2004. С. 648.

[6] Следует отметить, что в данном случае речь идет о правовом регулировании рынка ценных бумаг как институте законодательства.

установленные в целях охраны и защиты интересов их собственников и других законных держателей[1], а регулируемые такими нормами права общественные отношения складываются исключительно вследствие функционирования рынка ценных бумаг.

Как отмечалось ранее, представители науки гражданского права определяют рынок ценных бумаг преимущественно с материальной точки зрения. Е.А. Суханов во вступительной статье к работе В.А. Белова «Ценные бумаги в российском гражданском праве» указывает, что рынок ценных бумаг – это совокупность сделок, совершаемых участниками имущественного оборота по поводу ценных бумаг[2]. Аналогичной позиции придерживаются О.М. Шевченко[3], Е.П. Симаева и Т.В. Дементьева[4], Е.Г. Хоменко[5], М.И. Петров[6]. Однако такие рассуждения фактически ведутся о нормах, образующих субинститут «обращение ценных бумаг на организованном рынке ценных бумаг».

Итак, рынок ценных бумаг содержит субинституты, различные по своей отраслевой принадлежности, – публичные и частные, из чего следует, что рынок ценных бумаг – это комплексный институт законодательства, включающий блоки норм из различных отраслей права.

Такие блоки норм (субинституты) надлежит относить к следующим структурным элементам системы права (в рамках комплексного института законодательства «рынок ценных бумаг»):

1. Организованный рынок ценных бумаг (комплексный субинститут):

1.1. Субинститут организации организованного рынка ценных бумаг (субинститут финансового права);

---

[1] См.: Финансовое право: учебник / отв. ред. Н.И. Химичева. 5-е изд., перераб. и доп. С. 730.

[2] См., например: *Белов В.А.* Указ. соч.

[3] См., например: *Шевченко О.М.* Рынок ценных бумаг и коллективных инвестиций как предмет изучения и преподавания в юридическом вузе // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2018. № 3 (43).

[4] См., например: *Симаева Е.П., Дементьева Т.В.* Принципы правового регулирования эмиссии и размещения акций // Legal Concept. 2013. № 1.

[5] См.: *Хоменко Е.Г.* Указ. соч.

[6] См., например: *Петров М.И.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг. СПб.: Питер, 2005.

1.2. Субинститут обращения ценных бумаг на организованном рынке ценных бумаг (субинститут гражданского права);

2. Неорганизованный рынок ценных бумаг (субинститут).

Основным предметом настоящего диссертационного исследования выступает именно выявление финансово-правовых особенностей регулирования организованного рынка ценных бумаг. Необходимо подчеркнуть, что элементы публичного регулирования в указанном субинституте превалируют по целому ряду причин.

Во-первых, рынок ценных бумаг обладает безусловной публичной значимостью, что объективизирует вмешательство государства в соответствующие общественные отношения. Это касается не только регулирования рынка ценных бумаг как такового, но и наличия механизмов финансово-правового стимулирования (льготы ИИС – статья 10.2-1 Закона о рынке ценных бумаг, льгота длительного владения – статья 219.1 Налогового кодекса РФ и т.д.), что также связано с участием публично-правового субъекта в такого рода правоотношениях. Кроме того, развитие рынка ценных бумаг – одна из важнейших задач, закрепленных в том числе в Указе Президента РФ № 309.

Во-вторых, целый комплекс общественных отношений складывается между частными лицами и публично-правовыми образованиями. Так, рынок ценных бумаг – это место, в котором осуществляется эмиссия, в частности государственных (муниципальных) ценных бумаг. Вместе с тем «все правоотношения в области государственного кредита носят государственно-властный характер, а юридические и физические лица, добровольно вступив в отношения по государственному кредиту, обязаны выполнять все условия займа»[1], а «средства, поступающие в процессе осуществления заимствований в распоряжение органов власти, являются составной частью финансовых ресурсов

[1] *Покачалова Е.В.* Особенности финансовых правоотношений в области публичного долга и кредита: виды и состав участников // Финансовое правоотношение: доктринальные и правоприменительные аспекты: сб. ст. по матер. Междунар. науч.-практ. конф. (Саратов, 28 сентября 2016 г.). Саратов: Изд-во Сарат. гос. юрид. акад., 2018. С. 190.

государства»[1]. К слову, такой блок общественных отношений регулируется нормами публичного права. Например, Бюджетный кодекс РФ содержит главу «Государственный (муниципальный) долг». Более того, рынок ценных бумаг функционирует преимущественно через посредников (профессиональные участники рынка ценных бумаг, учетные организации). Лицензирование таковых также составляет предмет регулирования публично-правовых норм. Кроме того, необходимо отметить, что в определенной части финансовое право регулирует и отношения, возникающие при осуществлении финансовой деятельности хозяйствующими субъектами, функционирующими на праве частной собственности, то есть сфера применения норм финансового права расширяется и не ограничивается только публичными финансами[2].

В-третьих, в целях защиты накоплений (инвестиций) инвесторов (физических, юридических и иных лиц) государство как специальный участник рынка ценных бумаг выступает на рынке ценных бумаг в качестве «сложносочиненной» совокупности органов и организаций, уполномоченных осуществлять контрольные и надзорные функции[3]. В частности, финансовый контроль в современных условиях не только направлен на финансовую деятельность публично-правовых образований, но и предполагает контроль деятельности всех хозяйствующих субъектов, независимо от организационно-правовой формы и сферы деятельности[4]. Вместе с тем цели поведенческого надзора Банка России, с одной стороны, соответствуют общим целям надзора на финансовом рынке, а с другой – включают в себя такие специфические цели, как повышение доступности и качества финансовых услуг, повышение доверия потребителей финансовых услуг к участникам финансового рынка[5].

---

[1] Финансовое право: учеб. пособие / отв. ред. И.В. Рукавишникова. М.: Норма, 2007. С. 356.

[2] *Соколова Э.Д.* Правовое регулирование финансовой деятельности государства и муниципальных образований. М.: Юриспруденция, 2019. С. 127.

[3] См.: *Карпов К.А.* Указ. соч. С. 11.

[4] См.: *Тагашева О.В.* Финансовый контроль в сфере рынка ценных бумаг: финансово-правовой аспект: дис. ... канд. юрид. наук. Саратов, 2009. С. 3.

[5] См.: *Агафонов М.Н.* Финансово-правовое регулирование поведенческого надзора Центрального банка Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук. Саратов, 2026. С. 12.

В-четвертых, наличие в основе правоотношений вещного права не детерминирует соответствующее гражданско-правовое регулирование. Отношения, связанные с эмиссионными ценными бумагами, урегулированы нормами финансового права. Статьей 17 Закона о рынке ценных бумаг установлен ряд требований к решению о выпуске эмиссионных ценных бумаг, в том числе требование о наличии лица, которое обязано подписать такое решение. При этом указано, что формы (форматы) решения о выпуске ценных бумаг определяются нормативными актами Банка России в зависимости от вида, категории (типа) эмиссионных ценных бумаг и способа их размещения. Так, одним из источников правового регулирования выпуска ценных бумаг является положение Банка России от 19 декабря 2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг».

Глава 6 Закона о рынке ценных бумаг регулирует обращение эмиссионных ценных бумаг. Так, статья 29 «Переход прав на ценные бумаги» закрепляет дополнительные особенности, помимо установленных в гражданском праве, а это означает, что когда речь идет о правовом регулировании рынка ценных бумаг, необходимо руководствоваться публичным правом по всем вопросам, за исключением тех, которые касаются права собственности как такового. Это в полной мере отвечает положениям теории права, в соответствии с которыми при наличии коллизии норм должна применяться специализированная норма[1] – в данном случае норма публичного (финансового) права.

Особый научный интерес вызывают вопросы, связанные с организацией рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ. В силу особенностей общественных отношений, являющихся предметом регулирования соответствующего блока правовых норм, организация названного рынка ценных бумаг имеет ряд особых черт.

Организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ включает в себя нормы права, регулирующие процесс эмиссии, обращения и погашения государственных ценных бумаг субъектов РФ, соответствующий контроль и

[1] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 369.

надзор, а также некоторые нормы, формирующие субинститут «организация организованного рынка ценных бумаг».

Таким образом, в системе финансового права как отрасли российского права сформировался субинститут «организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ». Его основу составляют правовые нормы, регулирующие общественные отношения, связанные с эмиссией, обращением и погашением региональных ценных бумаг как самостоятельной формы публичного регионального долга. Организацию рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ необходимо относить к сложносоставному институту бюджетного права – государственному долгу, который, в свою очередь, является институтом бюджетного права как подотрасли финансового права, что предопределяет отнесение организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ к субинституту данной подотрасли финансового права. Критериями, позволяющими относить указанную совокупность правовых норм к субинституту финансового права, выступают специфика предмета регулирования, а также функциональная специфика, относительная системность и обособленность правовых норм. Специфика предмета регулирования предполагает особую разновидность общественных отношений, урегулированную правовыми нормами, составляющими субинститут. В свою очередь, функциональная специфика отражает ту особую роль, которую играет субинститут при осуществлении регуляторного воздействия на соответствующие общественные отношения. Относительная системность и обособленность правовых норм также выступает критерием, позволяющим относить те или иные совокупности правовых норм к субинституту, и означает что такие нормы однородны и взаимосвязаны.

Кроме того, в системе финансового права как отрасли российского законодательства сформировался субинститут финансового законодательства «организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ». Организацию рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ необходимо относить к сложносоставному институту бюджетного законодательства (как

подотрасли финансового законодательства) – правовым основам государственного долга.

Организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ одновременно выступает элементом науки финансового права, представляя собой систему упорядоченных знаний, формально выраженных в абстрактных понятиях и категориях, касающихся организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ как вида государственного долга субфедерального уровня. Данный субинститут относится к особенной части финансового права как науки, а также представляет собой одну из тем особенной части финансового права как учебной дисциплины и изучается обучающимися в рамках раздела особенной части «Правовые основы публичного долга (кредита)».

В практической деятельности понятие «рынок ценных бумаг субъектов РФ» не используется ни профессиональными участниками рынка ценных бумаг, ни на уровне нормативных правовых актов, хотя и выделяется некоторыми экономистами[1]. Данный вид рынка выделяется условно, а разграничение регионального рынка ценных бумаг и рынка ценных бумаг на основе однозначных критериев в целом невозможно[2]. Вероятной причиной тому служит отсутствие достаточной обособленности такого рынка, поскольку цифровизация операций по передаче прав собственности на ценные бумаги на организованных торгах (на рынке ценных бумаг вообще) нивелирует территориальные особенности такого рынка. Однако процессы развития дистанционных технологий привели к тому, что выделение рынков ценных бумаг субъектов РФ стало формальным по той причине, что рынок ценных бумаг в целом носит централизованный характер, что приводит к экстерриториальности региональных рынков ценных бумаг.

Вместе с тем рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ, помимо признака территориальности, обладает и другим немаловажным существенным

---

[1] См., например: Рынок ценных бумаг: теория и практика: учебник / под ред. В.А. Галанова. М.: Финансы и статистика, 2008. С. 422.

[2] См.: *Горловская И.Г., Миллер А.А.* Концептуальные основы формирования и развития регионального рынка ценных бумаг // Известия Уральского государственного экономического университета. 2012. № 6 (44). С. 37.

признаком – публичностью (на что указывает признак «государственный»). На рынке государственных ценных бумаг субъектов РФ одной из сторон соответствующих правоотношений всегда является публично-правовое образование – субъекты РФ (эмитент государственных ценных бумаг). В то же время организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ не предполагает наличие субъекта РФ в качестве «сложносочиненной» совокупности органов и организаций, уполномоченных осуществлять контрольные и надзорные функции.

Согласно статье 38 Закона 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;

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.

Указанное государственное регулирование от имени Российской Федерации осуществляется преимущественно Центральным банком Российской Федерации, что следует из содержания главы 12 «Функции и полномочия Банка России», Закона о рынке ценных бумаг, а также из совокупности норм, закрепленных в данном Законе. Так, в статье 76.1 установлено, что Банк России является органом, осуществляющим регулирование, контроль и надзор в сфере финансовых рынков за некредитными финансовыми организациями и (или) сфере их деятельности в соответствии с федеральными законами.

Согласно статье 76.2 Закона о Банке России, Банк России – орган, осуществляющий 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 в целях защиты прав и законных интересов акционеров и инвесторов. В статье 45.1 указанного Закона закреплено, что Банк России во взаимодействии с Правительством РФ разрабатывает и проводит политику развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации.

Субъекты РФ на сегодняшний день не имеют правомочий, которые позволяли бы им осуществлять финансово-правовую деятельность на региональном рынке ценных бумаг в качестве регулятора, но правомочны осуществлять экономическое регулирование в правовой форме, то есть принимать нормативные правовые акты, направленные непосредственно на эмиссию государственных ценных бумаг субъектов РФ. Так, на уровне субъекта РФ могут приниматься нормативные правовые акты, содержащие нормы права, регулирующие различные аспекты регионального государственного долга. Такие акты в разное время принимались в ряде регионов, например в Москве[1], Московской области[2], Санкт-Петербурге[3], Ленинградской области[4]. Однако их анализ демонстрирует факт дублирования положений различных федеральных законов. Использование такого технико-юридического приема допустимо, но

[1] См.: Закон города Москвы от 14 ноября 2007 г. № 43 «О государственном долге города Москвы» // Официальный портал Мэра и Правительства Москвы. URL: https://www.mos.ru/authority/documents/doc/8395220/ (дата обращения: 16.09.2025) (утратил силу); Закон города Москвы от 18 апреля 2001 г. № 15 «О государственном долге города Москвы» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. URL: https://docs.cntd.ru/document/3626480 (дата обращения: 16.09.2025) (утратил силу).

[2] См.: Закон Московской области от 31 октября 2008 г. № 159/2008-ОЗ «О долге Московской области» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. URL: https://docs.cntd.ru/document/819070410/titles/7DE0K8 (дата обращения: 16.09.2025).

[3] См.: Закон Санкт-Петербурга от 20 июля 2007 г. № 371-77 «О бюджетном процессе в Санкт-Петербурге» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. URL: https://docs.cntd.ru/document/8453909 (дата обращения: 16.09.2025).

[4] Закон Ленинградской области от 11 марта 2009 г. № 18-оз «О государственном долге Ленинградской области» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. URL: https://docs.cntd.ru/document/891806539 (дата обращения: 16.09.2025).

должно быть минимальным, а необоснованно широкое дублирование федеральных норм может привести к сужению источников бюджетного права и в конечном итоге к децентрализации и распаду единства правового пространства[1].

В статье 71 Конституции РФ указано, что к ведению Российской Федерации относятся: установление основ федеральной политики и федеральные программы в области экономического развития Российской Федерации, а также установление правовых основ единого рынка; финансовое, валютное, кредитное, таможенное регулирование, денежная эмиссия, основы ценовой политики; федеральные экономические службы, включая федеральные банки, и др. Вместе с тем субъекты РФ правомочны принимать решения непосредственно об эмиссии государственных ценных бумаг и иные нормативные правовые акты, направленные на реализацию правомочия по эмиссии государственных ценных бумаг субъектами РФ.

Общественные отношения, связанные с функционированием рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, которые являются предметом финансово-правового регулирования преимущественно норм бюджетного права, имеют характер высокой социальной значимости. Причиной тому служит, как отмечалось ранее, то, что субъекты РФ в данных общественных отношениях выступают не только эмитентами ценных бумаг, но и публично-правовыми образованиями, действующими в рамках своих бюджетных полномочий, с целью финансирования дефицита бюджета.

Таким образом, Российская Федерация на рынке ценных бумаг представлена в лице органов, выполняющих задачи по достижению публичной цели (как регулятор), а также в качестве эмитента государственных ценных бумаг (как участник соответствующих правоотношений). Иными словами, Российская Федерация осуществляет и правовое регулирование в указанной сфере, и экономическое регулирование в правовой форме – в случаях, когда Россия выступает в качестве эмитента государственных ценных бумаг. Кроме того,

---

[1] См.: *Крохина Ю.А.* Правотворчество субъектов Российской Федерации в бюджетной сфере // Журнал российского права. 2001. № 5. С. 72.

привлечение заемных средств в форме ценных бумаг способствует проведению денежно-кредитной политики, которая в соответствии с законодательством осуществляется Центральным Банком Российской Федерации[1].

В свою очередь субъекты РФ на рынке ценных бумаг представлены исключительно в качестве эмитентов региональных государственных ценных бумаг, то есть правомочны осуществлять экономическое регулирование в правовой форме (принимать нормативные правовые акты, регулирующие процедуру эмиссии соответствующих ценных бумаг). Российская Федерация в лице уполномоченных органов участвует в отношениях, складывающихся в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ (поскольку осуществляет правовое регулирование в данной сфере).

В заключение следует еще раз подчеркнуть особую значимость рынка ценных бумаг. Это сфера, где не только происходит движение и перераспределение капитала, но и в которой публично-правовые образования осуществляют заимствования путем эмиссии публичных ценных бумаг. Определено понятие рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также установлены организационно-правовые основы рынка ценных бумаг в целом. Итак, рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ – это часть национального рынка ценных бумаг, урегулированная преимущественно нормами российского бюджетного права, где осуществляется привлечение и перераспределение капитала субъектами РФ посредством выпуска и обращения государственных ценных бумаг субъектов РФ (облигаций) в целях финансирования дефицита бюджета субъектов РФ и погашения их долговых обязательств. Регулятором на рынке ценных бумаг выступает Банк России, которому с 1 сентября 2013 г. были переданы полномочия ФСФР России по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков.

Установлены принципы рынка ценных бумаг и принципы его организации. К принципам рынка ценных бумаг относятся:

---

[1] См.: *Махмутова Э.Х.* Государственный кредит в Российской Федерации. Проблемы правового регулирования и перспективы развития: дис. … канд. юрид. наук. М., 2004.

1) принцип государственного регулирования рынка ценных бумаг;

2) принцип единства нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории Российской Федерации;

3) принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования;

4) принцип равных возможностей;

5) принцип преемственности государственной политики на рынке ценных бумаг;

6) принцип ориентации на мировой опыт и учета тенденции глобализации финансовых рынков;

7) принцип равенства участников рынка ценных бумаг независимо от наличия у них инсайдерской информации.

К принципам организации рынка государственных бумаг предлагается относить:

1) принцип функционального регулирования в сочетании с институциональным регулированием по вопросам организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка;

2) принцип использования механизмов саморегулирования рынка, создаваемых при помощи государства и под его контролем;

3) принцип распределения полномочий по регулированию рынка между Российской Федерацией и субъектами РФ, а также различными органами исполнительной власти;

4) принцип приоритета в защите мелких инвесторов и населения, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка;

5) принцип приоритета в развитии инфраструктурных организаций;

6) принцип максимального снижения и разделения рисков;

7) принцип поддержки конкуренции на рынке;

8) принцип предотвращения или частичного снятия конфликтов интересов на основе регулирования вопросов совмещения видов профессиональной деятельности.

Определена иерархия блоков норм, регулирующих общественные отношения, возникающие на рынке ценных бумаг. Наличие публичного интереса подтверждает необходимость публично-правового регулирования таких общественных отношений. Это выражается в создании посредством императивного регулирования таких условий функционирования рынка ценных бумаг, которые позволяют соблюсти как публичный интерес, так и частный.

Установлено, что высокой степени важность регулируемых общественных отношений в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ предопределяет особый порядок правового регулирования соответствующих отношений. В связи с этим такие вопросы, как финансово-правовая деятельность субъектов РФ, а также правоотношения, складывающиеся между участниками рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, представляют особый интерес и требуют отдельного рассмотрения.

ГЛАВА 2. Финансово-правовая характеристика отношений в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации

2.1. Финансово-правовая деятельность субъектов Российской Федерации на рынке государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации

Выпуск (эмиссию) ценных бумаг осуществляют эмитенты. В их число входят публично-правовые образования, осуществляющие выпуск (эмиссию) региональных ценных бумаг. В статье 121.1 Бюджетного кодекса РФ установлено, что государственными ценными бумагами признаются государственные ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов РФ. В свою очередь, государственными ценными бумагами субъекта РФ признаются ценные бумаги, выпущенные от имени субъекта РФ.

Необходимо отметить, что выпуск государственных ценных бумаг субъектов РФ детерминирует появление соответствующих долговых обязательств. Так, согласно статье 99 Бюджетного кодекса РФ, долговые обязательства субъекта РФ могут существовать в виде обязательств, в том числе по государственным ценным бумагам субъекта РФ.

Государственные ценные бумаги субъектов РФ порождают такие обязательства, которые представляют собой один из видов государственного долга субъектов РФ. Категории «государственные ценные бумаги субъектов РФ» и «обязательства по государственным ценным бумагам субъектов РФ» соотносятся как причина и следствие, причем последнее напрямую связано с первым и без него существовать не может. По справедливому мнению Е.В. Покачаловой, «публичный долг – это финансово-правовое следствие публичных кредитных отношений»[1]. Государственный долг по государственным ценным бумагам субъектов РФ – часть такой категории, как «публичный долг», в связи с чем подобная аналогия представляется вполне обоснованной.

[1] *Покачалова Е.В.* Публичный долг: теоретические и практические аспекты российского финансового права: дис. … д-ра юрид. наук. С. 61.

Действительно, при выпуске (эмиссии) государственных ценных бумаг субъектов РФ формируется государственный долг субъектов РФ, то есть долговые обязательства по государственным ценным бумагам, выпущенным от имени субъектов РФ. Важно подчеркнуть, что использование такого источника финансирования дефицита бюджета сопряжено с управленческими рисками в части нерационального использования соответствующих публичных финансов, что в конечном счете может негативно отразиться на сбалансированности бюджета субъекта РФ.

Выпуск (эмиссия) государственных ценных бумаг субъектом РФ осуществляется в рамках финансовой (бюджетной) деятельности региона по формированию регионального бюджета. Облигационное финансирование может быть использовано в качестве одного из эффективных инструментов регионального развития, так как ресурсы, привлекаемые при размещении облигаций, могут быть направлены на финансирование средне- и долгосрочных целевых программ или инвестиционных проектов, которые так или иначе создают положительный мультипликативный эффект для экономики субъекта РФ и экономики страны в целом[1]. Для осуществления выпуска (эмиссии) государственных ценных бумаг субъектов РФ соответствующим публично-правовым образованиям необходимо принять ряд актов, а также совершить некоторые юридически значимые действия.

Как отмечалось ранее, правовое регулирование рынка ценных бумаг осуществляется в том числе Законом о рынке ценных бумаг. Так, в соответствии со статьей 1 Закона данным нормативным правовым актом регулируются отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. При этом в

[1] См.: *Щербаков А.А.* Экономическая сущность и классификация субфедеральных облигаций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 39. С. 56; *Эрлин А.Г.* Особенности правоотношений в области эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг // Ленинградский юридический журнал. 2017. № 1 (47).

пункте 4 статьи 19 Закона закреплено, что процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, а также условия их размещения регулируются федеральными законами или в порядке, установленном федеральными законами, то есть представленная норма по сути является нормой отсылочного характера[1]. Отсылочным нормативным правовым актом в этом случае выступает Бюджетный кодекс РФ. Так, глава 14.1 «Эмиссия и обращение государственных (муниципальных) ценных бумаг» Кодекса содержит целый ряд статей, регламентирующих порядок эмиссии и обращения государственных ценных бумаг, в том числе региональных государственных ценных бумаг. Указанные отношения урегулированы нормами Бюджетного кодекса РФ по той причине, что затрагивают блок бюджетных правоотношений, которые имеют особую социальную значимость. Несмотря на отсутствие коллизии норм права, в случае возникновения такого противоречия вероятнее всего применялись бы нормы Бюджетного кодекса РФ, а не нормы Закона о рынке ценных бумаг, поскольку данные нормы права соотносились бы как специальные и общие[2].

Прежде нормы права, регулирующие отношения в сфере организации рынка государственных (муниципальных) ценных бумаг, содержались в Федеральном законе от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (в ред. от 14 июня 2012 г.)[3] (далее – Федеральный закон № 136-ФЗ). Так, в статье 1 закреплялось, что настоящим Федеральным законом устанавливаются:

порядок возникновения в результате осуществления эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг и исполнения обязательств Российской Федерации, субъектов РФ, муниципальных образований;

---

[1] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 258.

[2] См.: Там же. С. 368.

[3] См.: СЗ РФ. 1998. № 31, ст. 3814; 2012. № 25, ст. 3269. Утратил силу в связи с принятием Федерального закона от 2 августа 2019 г. № 278-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации в целях совершенствования правового регулирования отношений в сфере государственных (муниципальных) заимствований, управления государственным (муниципальным) долгом и государственными финансовыми активами Российской Федерации и признании утратившим силу Федерального закона "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг"» // СЗ РФ. 2019. № 31, ст. 4437.

процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг и особенности их обращения;

порядок раскрытия информации эмитентами указанных ценных бумаг в части, не регламентированной законодательством РФ.

Обозначенный нормативный правовой акт утратил свою юридическую силу, однако его анализ необходим в целях оценки эволюции правового регулирования соответствующих общественных отношений, возникающих по поводу выпуска (эмиссии) публичных ценных бумаг.

Как отмечалось ранее, общественные отношения, связанные с функционированием рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, регулируются Бюджетным кодексом РФ. Согласно статье 1 Кодекса, отношения, возникающие между субъектами бюджетных правоотношений в процессе осуществления государственных (муниципальных) заимствований, регулирования государственного (муниципального) долга, относятся к бюджетным правоотношениям. Включение совокупности норм, регулирующих данные отношения, в Бюджетный кодекс РФ видится логичным, поскольку это кодифицированный, то есть сводный, внутренне согласованный, юридически цельный нормативный акт[1]. В данном случае Бюджетный кодекс РФ служит своеобразной нормативной основой комплексного подразделения системы права и законодательства[2]. Кодификация позволяет обеспечить должный уровень согласованности, что помогает освободиться от устаревших правовых норм[3].

Возвращаясь к вопросу о правовом регулировании рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, следует обратиться к статье 121.1 Бюджетного кодекса РФ, в которой указывается, что государственными ценными бумагами субъекта РФ признаются ценные бумаги, выпущенные от его имени, а эмитентом государственных ценных бумаг субъекта РФ обозначен высший исполнительный орган субъекта РФ либо его финансовый орган, законодательно наделенный правом на осуществление государственных заимствований. Изложенное

---

[1] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 308.

[2] См.: Там же. С. 309.

[3] См.: Там же.

представляет собой важное правовое положение, которое закрепляет правомочие субъектов РФ на выпуск государственных ценных бумаг, то есть по сути устанавливает право быть эмитентом таких ценных бумаг, а также указывает на соответствующие органы, полномочные осуществлять права и обязанности эмитента, – высшие исполнительные органы либо финансовые органы субъектов РФ. Так, в соответствии с постановлением Правительства Москвы от 18 апреля 2023 г. № 684-ПП «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения с фиксированным купонным доходом»[1] эмитентом облигаций является Правительство Москвы, то есть высший исполнительный орган субъекта РФ. На основании постановления Правительства Саратовской области от 6 июля 2017 г. № 337-П «Об утверждении генеральных условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг Саратовской области»[2] эмитентом облигаций от имени региона выступает областное министерство финансов – финансовый орган субъекта РФ.

Особого внимания заслуживает не только вопрос правомочий регионов на осуществление эмиссии государственных ценных бумаг, но и вопрос определения видов ценных бумаг, выпуск которых могут осуществлять субъекты РФ. Так, статья 142 Гражданского кодекса РФ закрепляет, что ценными бумагами являются акция, вексель, закладная, инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, коносамент, облигация, чек и иные ценные бумаги, названные в таком качестве в законе или признанные таковыми в установленном законом порядке. Однако, как упоминалось ранее, не все ценные бумаги в гражданско-правовом смысле обращаются на рынке ценных бумаг на основании Закона о рынке ценных бумаг. Так, в статье 1 указанного Закона определено, что им регулируются отношения, возникающие при эмиссии и обращении

[1] Постановление имеет приложение «Условия эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения с фиксированным купонным доходом» См.: Официальный портал Мэра и Правительства Москвы. URL: https://www.mos.ru/upload/documents/files/6191/684_PP_usloviya_naselenie_2023.pdf (дата обращения: 14.08.2026).

[2] Постановление имеет приложение «Генеральные условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг Саратовской области». См.: Архив документов правительства Саратовской области. URL: https://saratov-gov.ru/doc/83303 (дата обращения: 14.08.2026).

эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами.

Что касается эмиссионных ценных бумаг, то в Гражданском кодексе РФ данное понятие отсутствует, несмотря на то, что в статье 142 Кодекса представлено легальное определение понятия «ценная бумага», а в статье 143 – перечень (виды) ценных бумаг. Между тем понятие «эмиссионные ценные бумаги» имеет особое значение для рынка ценных бумаг, так как позволяет разграничить (очертить) круг общественных отношений, связанных с ценными бумагами, которые требуют особого правового регулирования – публично-правового. Повышенные требования к эмиссионным ценным бумагам необходимы в силу социальной важности, поскольку они являются наиболее массово выпускаемыми, а нарушение прав и законных интересов собственников таких ценных бумаг способно привести к критическим социальным последствиям[1].

Недостатки правового регулирования в обозначенной сфере, а также отсутствие контроля со стороны соответствующих уполномоченных органов способствовали росту числа правонарушений на рынке ценных бумаг. Недобросовестные действия некоторых изначально создаваемых финансовых институтов подрывали доверие потенциальных инвесторов, что сдерживало развитие и становление данного сегмента рынка[2].

В статье 2 Закона о рынке ценных бумаг закреплены критерии отнесения ценных бумаг к эмиссионным ценным бумагам, в соответствии с которыми к эмиссионным ценным бумагам следует относить: акцию, облигацию, опцион эмитента, российскую депозитарную расписку. Кроме того, на основании статьи 1 Закона о рынке ценных бумаг выпуск и обращение неэмиссионных ценных бумаг осуществляются в соответствии с федеральными законами. Инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда, согласно статье 14 Закона «Об инвестиционных

---

[1] См.: *Распутный Ю.Н., Горбачева Н.А., Никитина Ж.В.* О рынке ценных бумаг: комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (постатейный). М.: Деловой двор, 2009. С. 6.

[2] См.: *Тагашева О.В.* Финансовый контроль в сфере рынка ценных бумаг (финансово-правовой аспект): дис. … канд. юрид. наук. С. 4.

фондах», является неэмиссионной ценной бумагой. Вместе с тем учет прав на инвестиционные паи ведут специализированные регистраторы, которые действуют в соответствии с нормами Закона о рынке ценных бумаг.

Правовое регулирование рынка ценных бумаг сопряжено с необходимостью защиты прав и законных интересов неограниченного круга лиц из числа инвесторов. В то же время правовое регулирование рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ связано с публичными финансами, поскольку эмитентами выступают соответствующие публично-правовые образования. В связи с этим общественные отношения, связанные с функционированием рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, регулируются Бюджетным кодексом РФ.

Такое правовое регулирование позволяет отметить, что субъекты РФ не могут осуществлять выпуск любой ценной бумаги, указанной в Законе о рынке ценных бумаг, поскольку порядок эмиссии ценных бумаг для публично-правовых образований установлен Бюджетным кодексом РФ и носит императивный, исчерпывающий характер.

Статья 121.2 Бюджетного кодекса РФ устанавливает, что регионы правомочны выпускать только такой вид ценных бумаг, как облигации. Вместе с тем в статье 3 ранее действовавшего Федерального закона № 136-ФЗ определено, что государственные ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций или иных ценных бумаг. Таким образом, в процессе генезиса правового регулирования соответствующих общественных отношений законодатель исключил возможность выпуска субъектами РФ иных видов ценных бумаг, помимо облигаций. Согласно статье 2 Закона о рынке ценных бумаг, облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение в предусмотренный в ней срок от эмитента облигации ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Особо следует отметить, что на основании Бюджетного кодекса РФ субъекты РФ имеют право предоставлять владельцу облигаций либо денежные средства, либо иное имущество, а также предоставлять либо процент от номинальной стоимости, либо иные

имущественные права. Некоторая диспозитивность анализируемой правовой нормы теоретически позволяет субъектам РФ проявлять экономическую гибкость[1].

Кроме того, при сравнении правовых норм Бюджетного кодекса РФ и Закона о рынке ценных бумаг можно обнаружить их возможную конкуренцию, то есть противоречие между нормами права, потенциально или фактически порождающее трудности в реализации права[2]. Так, в статье 2 Закона о рынке ценных бумаг закреплено, что облигация при соблюдении условий, установленных данным Законом, может не предусматривать право ее владельца на получение номинальной стоимости облигации в зависимости от наступления одного или нескольких указанных в ней обстоятельств. Таким образом, Закон о рынке ценных бумаг предусматривает возможность выпуска так называемых структурных облигаций. Согласно пункту 1 статьи 27.1-1, структурная облигация подразумевает право их владельцев на получение выплат по ним в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, а на основании пункта 2 статьи 27.1-1 эмитентами структурных облигаций могут быть только кредитные организации, брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества, которые в соответствии с целями и предметом их деятельности вправе осуществлять эмиссию структурных облигаций.

В то же время Бюджетным кодексом РФ не предусмотрен выпуск структурных облигаций для эмитентов – публично-правовых образований.

Такая ограничительная позиция законодателя, выраженная в соответствующих нормах права, продиктована потребностью в жесткой регламентации общественных отношений, связанных с выпуском государственных ценных бумаг субъектов РФ. Вместе с тем рынок ценных бумаг как общественный институт динамично развивается, что актуализирует

---

[1] Ситуация, сложившаяся в субъектах РФ на практике, а также возможности использования альтернативных способов привлечения временно свободных денежных средств физических, юридических и иных будут проанализированы в следующих параграфах настоящего диссертационного исследования.

[2] См.: *Макарова Н.А.* К вопросу о природе и причинах возникновения юридических коллизий // Вестник Самарского юридического института. 2021. № 3 (44).

дискуссию о необходимости либерализации правового регулирования рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ. Таким образом, за счет закрытого перечня эмитентов, закрепленного в статье 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг, возможно прийти к выводу об отсутствии конкуренции норм Закона и Бюджетного кодекса РФ.

Итак, государственными ценными бумагами субъектов РФ могут быть только обыкновенные (классические) облигации.

Сравнительно-правовой анализ Закона о рынке ценных бумаг и Бюджетного кодекса РФ позволяет заключить, что порядок эмиссии ценных бумаг и порядок эмиссии государственных ценных бумаг разнятся. Так, согласно пункту 1 статьи 19 Закона о рынке ценных бумаг, процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг, если иное не предусмотрено Законом, включает в себя следующие стадии:

1. Принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг.

2. Утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных указанным Федеральным законом.

3. Регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

4. Размещение эмиссионных ценных бумаг.

5. Государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

В то же время процедура эмиссии государственных ценных бумаг, в том числе региональных государственных ценных бумаг, помимо Закона о рынке ценных бумаг, урегулирована главой 14.1 «Эмиссия и обращение государственных (муниципальных) ценных бумаг» Бюджетного кодекса РФ. Кроме того, Министерством финансов РФ 18 декабря 2015 г. разработаны Рекомендации по проведению субъектами Российской Федерации ответственной

заемной/долговой политики[1], а также Методические рекомендации для субъектов Российской Федерации по осуществлению заимствований на финансовых рынках от 12 октября 2021 г.[2] Настоящие рекомендации выполняют роль инструкций для должностных лиц высших исполнительных органов субъектов РФ (либо финансовых органов субъектов РФ), уполномоченных осуществлять действия, направленные на эмиссию государственных ценных бумаг субъектов РФ. Особый порядок эмиссии региональных ценных бумаг (отличный от порядка эмиссии аналогичных ценных бумаг частными организациями) усложняет процессы эмиссии публичных ценных бумаг.

Безусловно, методические рекомендации не являются источником права. Однако они способны оказать методическую помощь непосредственным исполнителям из числа должностных лиц соответствующих органов субъектов РФ – на что, собственно, и направлены.

Анализ бюджетного законодательства позволяет выделить следующие стадии, необходимые для эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ:

1. Подготовка и принятие актов субъектов РФ, устанавливающих объемы привлечения средств от размещения государственных ценных бумаг субъектов РФ.

2. Подготовка и принятие региональных актов, регулирующих процедуру выпуска государственных ценных бумаг субъектов РФ.

3. Привлечение услуг агента по размещению облигаций, организатора торговли, центрального депозитария и рейтингового агентства.

4. Размещение облигаций.

5. Подготовка отчета об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ.

---

[1] См.: Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. URL: https://docs.cntd.ru/document/420326640 (дата обращения: 16.12.2025).

[2] См.: Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=134365 (дата обращения: 16.12.2025).

Чтобы охарактеризовать финансово-правовые отношения в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, необходимо рассмотреть этапы, связанные с принятием актов субъектов РФ.

1. Этап подготовки и принятия актов субъектов РФ, устанавливающих объемы привлечения средств от размещения государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Среди актов, устанавливающих объемы привлечения средств от размещения государственных ценных бумаг субъектов РФ, можно выделить: Основные направления долговой политики субъекта Российской Федерации (далее – Основные направления); Закон о бюджете субъекта Российской Федерации; Акт об установлении предельного объема размещения государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации.

Основные направления не являются обязательными к опубликованию субъектами РФ, которые приняли решение осуществить эмиссию государственных ценных бумаг, так как не указаны в качестве обязательного акта в главе 14.1 Бюджетного кодекса РФ. Однако в упомянутых выше рекомендациях Министерство финансов РФ выделяет данный акт как элемент лучших практик реализации субъектами Федерации полномочий по привлечению заемных средств через механизм эмиссии государственных ценных бумаг.

Основные направления упоминаются и в связи с наличием требований к оценке долговой устойчивости субъектов РФ. Так, в пункте 13 статьи 107.1 Бюджетного кодекса РФ закреплено, что Основные направления государственной долговой политики субъектов РФ на очередной финансовый год и плановый период, которые разрабатываются высшим исполнительным органом субъекта РФ в целях реализации ответственной долговой политики субъекта РФ и повышения ее эффективности, подготовка которых предусмотрена Кодексом, должны содержать следующие положения:

1) итоги реализации долговой политики;

2) основные факторы, определяющие характер и направления долговой политики;

3) цели и задачи долговой политики;

4) инструменты реализации долговой политики;

5) анализ рисков для бюджета, возникающих в процессе управления государственным долгом субъекта РФ (муниципальным долгом);

6) иные положения в соответствии с правовыми актами, регулирующими бюджетные отношения.

Данная норма указывает на цель принятия Основных направлений исполнительным органом власти субъектов РФ – реализация ответственной долговой политики субъекта и повышение ее эффективности. Аналогичную формулировку использует и Минфин России в Рекомендациях по проведению субъектами Российской Федерации ответственной заемной/долговой политики. Вместе с тем в упомянутом пункте 13 статьи 107.1 Бюджетного кодекса РФ используется формулировка «подготовка которых предусмотрена настоящим Кодексом». На сегодняшний день Бюджетный кодекс РФ не содержит норм права, указывающих на обязательный (императивный) характер подготовки Основных направлений.

В то же время в редакции Бюджетного кодекса РФ от 2 августа 2019 г.[1] анализируемая статья 107.1 содержала пункт 11, закреплявший, что «проект Основных направлений государственной долговой политики субъектов Российской Федерации на очередной финансовый год и плановый период, отнесенных в соответствии с настоящим Кодексом к группе заемщиков со средним или низким уровнем долговой устойчивости, представляется в Министерство финансов Российской Федерации одновременно с подлежащими согласованию в соответствии с пунктами 20 и 26 статьи 103 настоящего Кодекса программами государственных заимствований, государственных гарантий субъекта Российской Федерации не позднее 1 ноября текущего финансового года».

[1] Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 г. № 145-ФЗ (в ред. от 26 июня 2026 г.) // СЗ РФ. 1998. № 31, ст. 3823; 2025. № 52, ч. 1, ст. 8289.

Таким образом, ранее Бюджетный кодекс РФ указывал на случаи, когда принятие Основных направлений носило обязательный характер и устанавливались соответствующие сроки. Вероятно, данная правовая норма служила основой для мониторинга или даже контроля за субъектами РФ, отнесенными к группе заемщиков со средним или низким уровнем долговой устойчивости. Так, согласно документу «О классификации субъектов Российской Федерации по группам долговой устойчивости в 2025 году», опубликованному на официальном сайте Минфина России, к регионам со средним уровнем долговой устойчивости относятся, например, Республика Северная Осетия – Алания, Томская область, Ульяновская область и другие.

21 ноября 2022 г. данный пункт утратил силу[1], и Основные направления рассматриваются как элемент ответственной долговой политики соответствующих субъектов РФ и повышения ее эффективности, в связи с чем не являются обязательными. Например, Правительство Московской области 28 сентября 2023 г. постановило[2] утвердить Основные направления государственной долговой политики Московской области на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. В документе указано, что он принят в соответствии со статьей 107.1 Бюджетного кодекса РФ и, что особенно важно, в целях реализации ответственной долговой политики Московской области и повышения ее эффективности в 2024–2026 годах.

Между тем в ряде регионов[3] принятие Основных направлений относится к одному из обязательств субъекта РФ, получающего дотацию на выравнивание

---

[1] См.: Федеральный закон от 21 ноября 2022 г. № 448-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации, приостановлении действия отдельных положений Бюджетного кодекса Российской Федерации, признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы Российской Федерации в 2023 году» // СЗ РФ. 2022. № 48, ст. 8319.

[2] См.: Постановление Правительства Московской области от 28 сентября 2023 г. № 785-ПП «Об утверждении основных направлений государственной долговой политики Московской области на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов» // Официальный интернет-портал Правительства Московской области. URL: http://www.mosreg.ru, 28.09.2023 (дата обращения: 17.11.2025).

[3] Речь идет о регионах, получающих дотацию на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов РФ, подлежащих включению в соглашение, которым

бюджетной обеспеченности и подлежащего включению в соглашение, которым предусматриваются меры по социально-экономическому развитию и оздоровлению государственных финансов субъекта РФ.

Таким образом, принятие Основных направлений для таких регионов – обязательство не в силу норм Бюджетного кодекса РФ, а в силу соглашений между органами государственной власти РФ и органами государственной власти соответствующего субъекта РФ. Вместе с тем решение о заключении соглашения, предусматривающего меры по социально-экономическому развитию и оздоровлению государственных финансов субъекта РФ, принимается самим субъектом. Следовательно, принятие Основных направлений не является обязательным для всех регионов. И наоборот, заключение соглашения предусматривает обязательное принятие Основных направлений государственной долговой политики субъектов РФ.

Так, в соответствии с распоряжением Губернатора Краснодарского края от 21 декабря 2022 г. № 507-р[1] Основные направления долговой политики Краснодарского края на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов приняты на основании статьи 107.1 Бюджетного кодекса РФ и постановления Правительства РФ от 29 декабря 2021 г. № 2534 «О соглашениях, которые предусматривают меры по социально-экономическому развитию и оздоровлению государственных финансов субъектов Российской Федерации».

Наличие в определенном субъекте РФ Основных направлений может свидетельствовать о соответствующем обязательстве региона либо о его стремлении реализовывать ответственную долговую политику и повышать ее эффективность. Следует отметить, что принятие Основных направлений

предусматриваются меры по социально-экономическому развитию и оздоровлению государственных финансов субъекта РФ. См.: Постановление Правительства РФ от 29 декабря 2021 г. № 2534 «О соглашениях, которые предусматривают меры по социально-экономическому развитию и оздоровлению государственных финансов субъектов Российской Федерации» (в ред. от 29 декабря 2023 г.) // СЗ РФ. 2022. № 1, ч. 4, ст. 228; 2024. № 6, ст. 831.

[1] Распоряжение Губернатора Краснодарского края от 21 декабря 2022 г. № 507-р «Об утверждении основных направлений долговой политики Краснодарского края на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов» // Официальный сайт Министерства финансов Краснодарского края. URL: https://minfin.krasnodar.ru, 19.01.2023 (дата обращения: 06.09.2025).

осуществляется до утверждения закона о бюджете субъекта РФ. На этапе «подготовка и принятие актов субъектов Российской Федерации, устанавливающих объемы привлечения средств от размещения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации» закон о бюджете субъекта РФ является актом, принятие которого необходимо.

На основании пункта 2 статьи 26.13 ранее действовавшего Федерального закона от 6 октября 1999 г. № 184-ФЗ «Об общих принципах организации законодательных (представительных) и исполнительных органов государственной власти субъектов Российской Федерации» органы государственной власти субъекта Федерации обеспечивают сбалансированность бюджета субъекта и соблюдение установленных федеральными законами и нормативными правовыми актами Президента РФ и Правительства РФ требований к регулированию бюджетных отношений, осуществлению бюджетного процесса, размерам дефицита бюджета, размеру и составу государственного долга субъекта РФ, исполнению бюджетных и долговых обязательств субъекта РФ. Идентичное правовое положение содержится и в пункте 5 статьи 58 Бюджетного кодекса РФ.

Законом о бюджете субъекта РФ, помимо прочего, согласно пункту 3 статьи 184.1 Бюджетного кодекса РФ, утверждаются источники финансирования дефицита бюджета на очередной финансовый год (очередной финансовый год и плановый период), а также верхний предел государственного внутреннего долга и (или) верхний предел государственного внешнего долга по состоянию на 1 января года, следующего за очередным финансовым годом (очередным финансовым годом и каждым годом планового периода), с указанием в том числе верхнего предела долга по государственным или муниципальным гарантиям.

Исходя из содержания статьи 95 Бюджетного кодекса РФ, в состав источников внутреннего финансирования дефицита бюджета субъекта РФ включается разница между средствами, поступившими от размещения государственных ценных бумаг субъекта РФ, номинальная стоимость которых указана в валюте РФ, и средствами, направленными на их погашение. Таким образом, эмиссия государственных ценных бумаг региона может рассматриваться

как инструмент финансирования дефицита его бюджета, а соответствующие параметры долговой политики должны быть отражены в региональном законе о бюджете.

Что касается верхних пределов государственного внутреннего и внешнего долга субъекта РФ, утверждаемых законом о бюджете субъекта РФ, то, согласно пункту 1 статьи 107 Бюджетного кодекса РФ, «законом субъекта Российской Федерации о бюджете субъекта Российской Федерации устанавливаются верхние пределы государственного внутреннего долга субъекта Российской Федерации, государственного внешнего долга субъекта Российской Федерации (при наличии у субъекта Российской Федерации обязательств в иностранной валюте) по состоянию на 1 января года, следующего за очередным финансовым годом и каждым годом планового периода, с указанием в том числе верхнего предела долга по государственным гарантиям субъекта Российской Федерации в валюте Российской Федерации, государственным гарантиям субъекта Российской Федерации в иностранной валюте (при наличии у субъекта Российской Федерации обязательств по государственным гарантиям в иностранной валюте)».

Как отмечалось ранее, в соответствии со статьей 99 Бюджетного кодекса РФ долговые обязательства субъекта РФ могут существовать, помимо прочего, в виде обязательств по государственным ценным бумагам. Логично, что установление таких пределов ограничивает эмиссионные возможности российских регионов.

Кроме того, согласно пункту 3 статьи 107 Бюджетного кодекса РФ, верхние пределы государственного внутреннего долга и государственного внешнего долга субъекта РФ (при наличии у него обязательств в иностранной валюте) устанавливаются при соблюдении ограничений, установленных пунктом 4 статьи 107 Бюджетного кодекса РФ.

Данная правовая норма, вероятно, направлена на купирование рисков, связанных с неограниченной заемной деятельностью субъектов РФ, которая сулит неблагоприятные последствия в виде непосильных для соответствующего регионального бюджета расходов по обслуживанию государственного долга, существующего в том числе в виде обязательств по государственным ценным

бумагам субъекта РФ. Более того, как указано в письме Минфина России от 1 декабря 2014 г. № 06-03-05/61507 «О направлении рекомендаций по направлениям роста доходов и оптимизации расходов при формировании бюджетов субъектов Российской Федерации на 2015–2017 годы»[1], субъектам РФ, проводящим активную долговую политику, рекомендуется принять законодательство, устанавливающее более жесткие требования к предельному объему государственного долга, чем установленные Бюджетным кодексом РФ.

Пункт 4 статьи 107 Бюджетного кодекса РФ закрепляет, что объем государственного долга субъекта РФ не должен превышать утвержденный региональным законом о бюджете на очередной финансовый год и плановый период общий объем доходов бюджета субъекта РФ без учета утвержденного объема безвозмездных поступлений.

Таким образом, бюджет субъекта РФ является одним из важнейших актов финансово-правового характера, в частности для решения вопроса о необходимости заимствований, в том числе посредством эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ. Вместе с тем на этапе «подготовка и принятие актов субъектов Российской Федерации, устанавливающих объемы привлечения средств от размещения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации» также требуется принять акт об установлении предельного объема размещения государственных ценных бумаг субъекта РФ.

В пункте 2 статьи 114 Бюджетного кодекса РФ закреплено, что предельные объемы размещения государственных ценных бумаг субъекта РФ на очередной финансовый год и каждый год планового периода или муниципальных ценных бумаг на очередной финансовый год и каждый год планового периода (очередной финансовый год) по номинальной стоимости устанавливаются соответственно высшим исполнительным органом субъекта РФ, представительным органом муниципального образования в соответствии с верхними пределами государственного внутреннего и внешнего долга субъекта РФ, муниципального

[1] См.: СПС «КонсультантПлюс». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_154112/ (дата обращения: 01.03.2026).

внутреннего долга, установленными законом (решением) о соответствующем бюджете.

Так, в соответствии с постановлением Правительства Московской области от 2 февраля 2024 г. № 74-ПП «Об установлении предельных объемов размещения государственных ценных бумаг Московской области на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов»[1] предельный объем размещения государственных ценных бумаг Московской области установлен по номинальный стоимости: в 2024 г. – в размере 50 000 000 тыс. рублей, в 2025 г. – в размере 50 000 000 тыс. рублей, в 2026 г. – в размере 50 000 000 тыс. рублей.

Постановлением Губернатора Краснодарского края от 28 декабря 2023 г. № 1186 «Об установлении предельного объема размещения государственных ценных бумаг Краснодарского края на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов по номинальной стоимости»[2] установлено, что предельный размер размещения государственных ценных бумаг Краснодарского края по номинальной стоимости составляет: на 2024 г. – 11 000 000 000 рублей, на 2025 г. – 14 000 000 000 рублей, на 2026 г. – 0 рублей. Аналогичные акты приняты и в ряде других субъектов РФ.

Указанные предельные объемы размещения государственных ценных бумаг субъектов РФ установлены в соответствии с региональными законами о бюджете и не могут противоречить последним.

Важно подчеркнуть, что от качества обозначенных актов может зависеть в том числе стоимость обслуживания соответствующих заимствований. После принятия актов, регулирующих объемы привлекаемых средств, следует перейти к следующему этапу эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ.

2. Этап подготовки и принятия актов субъектов РФ, регулирующих процедуру выпуска государственных ценных бумаг субъектов РФ.

На данном этапе субъекту РФ необходимо:

---

[1] См.: Официальный интернет-портал Правительства Московской области. URL: http://www.mosreg.ru, 02.02.2024 (дата обращения: 21.12.2025).

[2] См.: Кубанские новости. 2024. № 78.

1) утвердить Генеральные условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг (далее – Генеральные условия);

2) принять документ в форме нормативного правового акта субъекта РФ, содержащего условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг (далее – Условия эмиссии и обращения);

3) зарегистрировать Условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также вносимые в них изменения в Министерстве финансов РФ;

4) принять Решение об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных ценных бумаг (далее – Решение о выпуске).

В соответствии с пунктом 1 статьи 125.1 Бюджетного кодекса РФ высший исполнительный орган субъекта РФ утверждает Генеральные условия в форме нормативного правового акта субъекта РФ. Пункт 2 статьи 125.1 Бюджетного кодекса РФ закрепляет обязательное содержание Генеральных условий. Так, они должны включать указание:

на вид ценных бумаг;

форму выпуска ценных бумаг;

срочность данного вида ценных бумаг (краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные);

валюту обязательств;

особенности исполнения обязательств, предусматривающих право на получение иного, чем денежные средства, имущественного эквивалента;

ограничения (при наличии таковых) оборотоспособности ценных бумаг, а также на ограничение круга лиц, которым ценные бумаги могут принадлежать на праве собственности или ином вещном праве.

В Генеральных условиях может быть указана только одна форма выпуска ценных бумаг. Таким образом, Генеральные условия содержат основополагающую информацию об условиях выпуска государственных ценных бумаг субъектов РФ в соответствующих субъектах, в которых они утверждены. Следует отметить, что в Федеральном законе № 136-ФЗ в статье 8 «Генеральные

условия эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг» также содержалось указание на обязательные для включения элементы. Сравнительно-правовой анализ упомянутых актов позволяет говорить об абсолютной идентичности их правовых положений, что может свидетельствовать о стабильном взгляде законодателя на регулирование данных общественных отношений, несмотря на их динамичность.

Генеральные условия являются постоянно действующим актом, регулирующим эмиссию и обращение государственных ценных бумаг одного и того же вида вне зависимости от того, осуществляется эмиссия этих ценных бумаг в течение года или нет. Например, постановлением Правительства Москвы от 18 апреля 2023 г. № 683-ПП[1] утверждены Генеральные условия эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения. Постановлением главы администрации Краснодарского края от 7 сентября 2007 г. № 853[2] утверждены Генеральные условия эмиссии и обращения государственных облигаций Краснодарского края. В обоих случаях Генеральные условия приняты на основании статьи 121.5 Бюджетного кодекса РФ, что позволяет говорить об их корректности.

Генеральные условия имеют особое значение, потому как на их основе принимаются Условия эмиссии и обращения, то есть документ в форме нормативного правового акта субъекта РФ, содержащий условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта РФ. Прямое указание на это содержится в пункте 1 статьи 121.6 Бюджетного кодекса РФ, которым закреплено, что эмитент государственных ценных бумаг в соответствии с Генеральными условиями принимает документ в форме регионального нормативного правового акта, содержащий условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг

---

[1] Постановление Правительства Москвы от 18 апреля 2023 г. № 683-ПП «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения» // Вестник Москвы. 2023. № 23.

[2] Постановление главы администрации Краснодарского края от 7 сентября 2007 г. № 853 «Об утверждении Генеральных условий эмиссии и обращения государственных облигаций Краснодарского края» // Официальный сайт администрации (губернатора) Краснодарского края. URL: https://admkrai.krasnodar.ru/upload/iblock/59e/59e1040c6210ee3a387486abd142603b.pdf (дата обращения: 17.10.2025).

субъекта РФ. Кроме того, настоящей статьей закреплено, что в Условиях эмиссии и обращения необходимо указание:

на вид ценных бумаг;

минимальный и максимальный сроки обращения данного вида государственных (муниципальных) ценных бумаг (выпуски ценных бумаг могут иметь разные сроки обращения);

номинальную стоимость одной ценной бумаги в пределах одного выпуска государственных (муниципальных) ценных бумаг;

порядок размещения государственных (муниципальных) ценных бумаг;

порядок осуществления прав, удостоверенных государственными (муниципальными) ценными бумагами;

размер дохода или порядок его расчета;

иные существенные условия эмиссии и обращения, имеющие значение для возникновения, исполнения или прекращения обязательств по государственным (муниципальным) ценным бумагам, в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения.

Вместе с тем пунктом 2 статьи 121.6 Бюджетного кодекса РФ устанавливается необходимость включения в Условия эмиссии и обращения также информации:

1) о бюджете заемщика на год выпуска государственных ценных бумаг субъекта РФ (общий объем доходов бюджета, объем безвозмездных поступлений, объем межбюджетных трансфертов, получаемых из других бюджетов, общий объем расходов бюджета с указанием расходов на обслуживание государственного долга, дефицит (профицит) бюджета, верхний предел государственного внутреннего долга и (или) государственного внешнего долга по состоянию на 1 января очередного финансового года с указанием верхнего предела долга по государственным гарантиям);

2) о суммарном объеме долга заемщика на дату утверждения условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта РФ;

3) об исполнении бюджета заемщика за последние три завершенных финансовых года (доходы бюджета по группам и подгруппам с указанием общего объема доходов бюджета, расходы в разрезе разделов классификации расходов с указанием общего объема расходов бюджета, суммы дефицита (профицита) бюджета) из годовой бюджетной отчетности либо, при отсутствии такой отчетности, из месячной бюджетной отчетности по состоянию на 1 января последнего завершенного финансового года.

Условиями эмиссии и обращения государственных ценных бумаг может быть предусмотрено право выкупа государственных ценных бумаг эмитентом до срока их погашения с возможностью их последующего обращения в случае, если это предусмотрено Генеральными условиями, с соблюдением требований (в том числе к определению цены выкупа), установленных бюджетным законодательством РФ, что обозначено в пункте 3 статьи 121.6 Бюджетного кодекса РФ.

В ранее действовавшем Федеральном законе № 136-ФЗ в статье 9 «Условия эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг» также содержится указание на обязательные для включения элементы. Сравнительно-правовой анализ данного Закона и Бюджетного кодекса РФ позволяет говорить об идентичности правовых положений документов.

В силу пункта 1 статьи 121.6-1 Бюджетного кодекса РФ Условия эмиссии и обращения, а также вносимые в них изменения подлежат государственной регистрации Министерством финансов РФ.

Нормативным правовым актом, закрепляющим правила государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов РФ (далее – Правила государственной регистрации), является постановление Правительства РФ от 1 декабря 2012 г. № 1238[1].

[1] Постановление Правительства РФ от 1 декабря 2012 г. № 1238 «О государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг, а также об отчетах о проведенной эмиссии» (вместе с «Правилами государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, а также

В соответствии с пунктом 1 Правил государственной регистрации документ устанавливает порядок государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов РФ или муниципальных ценных бумаг, утвержденных нормативным правовым актом субъекта или правовым актом местной администрации, а также изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения, утвержденных нормативным правовым актом субъекта или правовым актом местной администрации.

Таким образом, соответствующее правовое регулирование осуществляется на уровне подзаконного акта – постановления Правительства РФ, хотя указание об обязательности регистрации условий эмиссии и обращения региональных государственных ценных бумаг и муниципальных ценных бумаг, а также изменений в эти условия закреплено на уровне федерального закона – Бюджетного кодекса РФ.

Пунктом 2 Правил государственной регистрации устанавливаются следующие этапы государственной регистрации условий эмиссии и обращения:

1) экспертиза соответствия условий эмиссии и обращения законодательству РФ;

2) оценка соблюдения исполнительным органом субъекта РФ или органом местного самоуправления, являющихся эмитентом государственных ценных бумаг субъекта РФ или муниципальных ценных бумаг (далее – эмитент ценных бумаг), требований бюджетного законодательства РФ в части заимствований и долга субъекта РФ или муниципального образования и законодательства РФ о ценных бумагах, а также норм и предельных значений, установленных законодательным и исполнительным органом субъекта РФ и органом местного самоуправления в соответствии с бюджетным законодательством РФ;

изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг», «Правилами представления субъектами Российской Федерации и муниципальными образованиями отчетов об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг») (в ред. от 9 декабря 2022 г.) // СЗ РФ. 2012. № 50, ч. 6, ст. 7056; 2022. № 51, ст. 9233.

3) принятие решения о государственной регистрации условий эмиссии и обращения;

4) присвоение регистрационного номера условиям эмиссии и обращения;

5) внесение в реестр информации о прошедших государственную регистрацию условиях эмиссии и обращения;

6) размещение информации о прошедших государственную регистрацию условиях эмиссии и обращения на сайте Министерства финансов РФ в сети Интернет.

Названное постановление Правительства РФ не содержит указания на то, что мероприятия, установленные пунктом 2 Правил государственной регистрации, являются этапами государственной регистрации условий эмиссии и обращения. Однако формально-юридический метод позволяет заключить, что в данном случае речь идет именно об этапах, поскольку имеются соответствующие признаки, среди которых логика изложения, а также взаимосвязь подпунктов Правил государственной регистрации. Вместе с тем аналогичным образом изложены и этапы государственной регистрации изменений в условия эмиссии и обращения, закрепленные в пункте 3 Правил государственной регистрации.

Согласно пункту 4 Правил государственной регистрации, органом, осуществляющим государственную регистрацию условий эмиссии и обращения, а также изменений в них является Министерство финансов РФ. Пункт 5 Правил государственной регистрации устанавливает перечень документов и сведений, необходимых для государственной регистрации условий эмиссии и обращения, а также сроки подачи таких документов и сведений – в течение 10 дней со дня принятия нормативного правового акта субъекта Федерации или правового акта местной администрации, содержащих условия эмиссии и обращения. Данные документы и сведения направляются соответствующим эмитентом – субъектом РФ – в Минфин России.

В числе таких документов: заявление о государственной регистрации условий эмиссии и обращения по форме, утвержденной Министерством финансов РФ; копии нормативных правовых актов субъекта Федерации или акта

муниципального образования, устанавливающих полномочия исполнительного органа субъекта Федерации или местной администрации муниципального образования – эмитента ценных бумаг, а также копии всех изменений (в части данных полномочий), внесенных в указанные акты до обращения в Минфин России; копия закона субъекта Федерации или копия решения представительного органа муниципального образования о бюджете на текущий финансовый год (текущий финансовый год и плановый период) с приложениями и копиями всех изменений, внесенных в них до обращения в Минфин России, и другие.

Аналогично пункту 5, пункт 8 Правил государственной регистрации устанавливает перечень документов и сведений, необходимых для регистрации изменений в условия эмиссии и обращения, а также сроки подачи таких документов и сведений – в течение 10 дней с даты принятия нормативного правового акта субъекта РФ или правового акта местной администрации, содержащих изменения в условия эмиссии и обращения. Данные документы и сведения направляются соответствующим эмитентом – субъектом РФ – в Минфин России.

Пункт 10 Правил государственной регистрации закрепляет, что документы, представленные в целях государственной регистрации условий эмиссии и обращения, а также изменений в условия эмиссии и обращения, рассматриваются Министерством финансов РФ в течение 30 дней со дня их представления в соответствии с подпунктами «а»–«д» пункта 2 Правил и при отсутствии замечаний к представленным документам.

Таким образом, государственная регистрация условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов РФ регулируется Бюджетным кодексом РФ, а Правила государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Федерации и муниципальных ценных бумаг, а также вносимых в них изменений установлены Правительством РФ. Такой подход выглядит гибким, учитывающим возможность изменения упомянутых Правил на уровне подзаконных актов.

Заключительным актом этапа «Подготовка и принятие актов субъектов Российской Федерации, регулирующих процедуру выпуска государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации» является подготовка и принятие решения об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных ценных бумаг субъекта РФ.

Часть 1 статьи 121.7 Бюджетного кодекса РФ устанавливает, что в соответствии с Генеральными условиями и условиями эмиссии и обращения эмитент (в рассматриваемом случае – субъект РФ) принимает решение об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных (муниципальных) ценных бумаг. Решение о выпуске (дополнительном выпуске) должно включать следующие обязательные условия:

наименование эмитента;

дату начала размещения ценных бумаг;

дату или период размещения ценных бумаг;

форму выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;

номинальную стоимость одной ценной бумаги;

количество ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

дату погашения ценных бумаг;

наименование регистратора, осуществляющего ведение реестра владельцев государственных ценных бумаг субъектов РФ или реестра владельцев муниципальных ценных бумаг, либо указание на депозитарии, которые осуществляют учет прав владельцев государственных ценных бумаг Российской Федерации, государственных ценных бумаг субъектов РФ, муниципальных ценных бумаг данного выпуска;

информацию о соблюдении требований к общему объему дефицита бюджета, государственного (муниципального) долга и расходов на обслуживание государственного (муниципального) долга, установленных Кодексом;

иные условия, имеющие значение для размещения, обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг, а также для исполнения

обязательств по ценным бумагам, в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения.

В соответствии с пунктом 4 статьи 121.7 Бюджетного кодекса РФ внесение изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) государственных (муниципальных) ценных бумаг, находящихся в обращении, допускается в порядке, предусмотренном законодательством РФ. Очевидно, что данная норма права содержит отсылочный характер. Предполагается, что ее конкретизация должна содержаться в ином нормативном правовом акте.

Так, в пункте 1 статьи 24.1 Закона о рынке ценных бумаг указано, что эмитент вправе внести (в некоторых случаях обязан) изменения в решение о выпуске ценных бумаг, проспект ценных бумаг и (или) документ, содержащий условия размещения эмиссионных ценных бумаг. В последующих пунктах статьи подробно регламентируется порядок внесения таких изменений. Однако согласно пункту 4 статьи 19 Закона о рынке ценных бумаг, процедура эмиссии государственных ценных бумаг, а также условия их размещения регулируются федеральными законами или в установленном ими порядке. Таким образом, обращаться к Закону о рынке ценных бумаг по вопросу внесения изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) государственных (муниципальных) ценных бумаг, находящихся в обращении, не представляется возможным.

В утратившем в настоящее время силу Федеральном законе № 136-ФЗ содержались нормы, регулирующие порядок принятия решения об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных (муниципальных) ценных бумаг. В пункте 5 статьи 11 «Решение об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных или муниципальных ценных бумаг» Закона определено, что внесение изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) государственных или муниципальных ценных бумаг, находящихся в обращении, не допускается.

Кроме того, часть правовых норм данного Федерального закона, утратившего юридическую силу, была включена в Бюджетный кодекс РФ, что

отвечает целям кодификации правовых норм, регулирующих общественные отношения, связанные с бюджетным устройством государства, составлением, рассмотрением, исполнением и контролем за исполнением государственного бюджета и бюджетов субъектов, входящих в бюджетную систему государства.

Итак, пункт 4 статьи 121.7 Бюджетного кодекса РФ допускает внесение изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) государственных (муниципальных) ценных бумаг, находящихся в обращении, что ранее в законодательстве исключалось. Анализ же действующего законодательства позволяет говорить об ограниченности реализации данной правовой нормы, поскольку нормативный правовой акт, содержащий соответствующую правовую конструкцию, к которой отсылает пункт 4 статьи 121.7 Бюджетного кодекса РФ, на настоящий момент отсутствует. Таким образом, несмотря на наличие возможности внесения изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) государственных (муниципальных) ценных бумаг, находящихся в обращении, фактически внести такого рода изменения не представляется возможным в силу перечисленных причин. Это актуализирует вопрос о необходимости либо непосредственного включения в пункт 4 статьи 121.7 Бюджетного кодекса РФ порядка внесения изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг, находящихся в обращении, либо его исключения из нормативного правового акта. Между тем практика выпуска и обращения региональных ценных бумаг показывает, что эмитенты – публично-правовые образования – не вносят изменения в решения о выпуске ценных бумаг, находящихся в обращении.

Статья 121.7 Бюджетного кодекса РФ не устанавливает требований к форме решения об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных (муниципальных) ценных бумаг, впрочем как и иные нормативные правовые акты. На практике такие решения принимаются в форме правового акта. Так,

постановлением Правительства Москвы от 23 мая 2023 г. № 823-ПП[1] утверждено Решение об эмиссии первого выпуска облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения. Аналогичное Решение принято в Краснодарском крае[2]. Подобная практика соответствует и позиции Министерства финансов РФ, которая отражена в Методических рекомендациях для субъектов Российской Федерации по осуществлению заимствований на финансовых рынках.

Системный анализ статьи 127.1 Бюджетного кодекса РФ также позволяет отметить необходимость включения всех условий, имеющих значение для возникновения, исполнения или прекращения обязательств по государственным ценным бумагам субъектов РФ, в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения, в условия эмиссии и решение о выпуске, что продиктовано важностью такой информации для инвесторов – потенциальных приобретателей государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Лицо становится инвестором на фондовом рынке, когда размещает свой капитал в ценные бумаги с целью получения дохода[3]. Согласно статье 1 Федерального закона от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (в ред. от 19 декабря 2006 г.)[4], под инвесторами понимаются физические и юридические лица, объектом инвестирования которых являются в том числе эмиссионные ценные бумаги. Инвестор, таким образом, – это некий «поставщик капитала»[5] на рынке ценных бумаг, заинтересованный в сохранении и/или приумножении располагаемого

---

[1] Постановление Правительства Москвы от 23 мая 2023 г. № 823-ПП «Об утверждении Решения об эмиссии первого выпуска облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения» // Вестник Москвы. 2023. № 30.

[2] См.: Приказ Минфина Краснодарского края от 23 мая 2018 г. № 218 «Об утверждении Решения об эмиссии выпуска государственных облигаций Краснодарского края 2018 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» // Электронный фонд правовой и нормативно-технической информации. URL: https://docs.cntd.ru/document/543636755 (дата обращения: 27.11.2025).

[3] См.: *Земцов А.А., Цибульникова В.Ю.* О защите прав розничных инвесторов в сегменте российского рынка ценных бумаг // Вестник Томского государственного университета. Серия: Экономика. 2016. № 3 (35). С. 110.

[4] См.: СЗ РФ. 1999. № 10, ст. 1163; 2006. № 52, ч. 2, ст. 5504.

[5] *Лубкова Э.М., Зонова О.В.* Инвестиции: учеб.-метод. пособие. Кемерово: Издат. центр КузГТУ, 2018. С. 4.

капитала. Наличие достаточной информации о ценной бумаге может повлиять на решение инвестора о вложении капитала.

В свою очередь, открытость и прозрачность эмитента способны повлиять на уровень доходности государственных ценных бумаг субъекта РФ. Уровень доходности напрямую влияет на стоимость обслуживания ценных бумаг соответствующего публично-правового образования. Реализация права инвесторов на получение полной и достоверной информации об эмитенте для принятия инвестиционного решения выступает одним из направлений совершенствования правового регулирования рынка ценных бумаг в целом[1]. Кроме того, снижение стоимости региональных заимствований – одно из направлений финансовой (бюджетной) деятельности субъектов РФ, осуществляемой в рамках бюджетного процесса.

В соответствии со Стандартами раскрытия информации о государственных ценных бумагах субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг, утвержденными приказом Министерства финансов РФ от 18 сентября 2014 г. № 101н[2], эмитенты государственных ценных бумаг субъектов РФ или муниципальных ценных бумаг раскрывают информацию о ценных бумагах, содержащуюся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, путем размещения (опубликования) на официальном сайте эмитента в сети Интернет не позднее чем за два рабочих дня до даты начала размещения ценных бумаг.

---

[1] См.: *Дедова М.Д.* Эффективность правового регулирования рынка ценных бумаг: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. М., 2013. С. 9.

[2] Приказ Министерства финансов РФ от 18 сентября 2014 г. № 101н «Об утверждении стандартов раскрытия информации о государственных ценных бумагах субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг, и форм заявлений о государственной регистрации условий эмиссии и обращения этих ценных бумаг, а также изменений, вносимых в эти условия» // Российская газета. 2014. 26 нояб.

Гласность и открытость при принятии решения об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных (муниципальных) ценных бумаг является необходимым элементом механизма правового регулирования эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ. Как отмечалось ранее, уровень взаимодействия с общественностью по вопросу раскрытия данных, влияющих на решение инвестора о приобретении ценной бумаги, способен опосредованно повлиять на стоимость обслуживания государственного долга субъектов РФ по соответствующим ценным бумагам. Вместе с тем количество актов и действий, которые требуется принять и произвести субъектам РФ, осуществляющим эмиссию государственных ценных бумаг в рамках их финансово-правовой деятельности на рынке государственных ценных бумаг, велико, что служит основанием для дискуссии о необходимости снижения числа таких актов.

Важно подчеркнуть, что отсутствие единого нормативного правового акта, «регулирующего сферу финансового рынка, в целом можно расценить как пробел в российском законодательстве»[1], несмотря на то, что по отдельным направлениям действуют такие нормативные правовые акты.

Рассматриваемые акты являются обязательными к принятию, без них в настоящее время осуществление эмиссии невозможно. Однако слишком широкий круг актов, которые надлежит принять публично-правовому образованию, может привести к обратному эффекту, существенно усложнив процесс эмиссии в целом, что, в свою очередь, выльется в довольно «скромную» практику эмиссии государственных ценных бумаг субъектами РФ.

Исходя из смысла правовых норм, регулирующих общественные отношения в сфере организации рынка ценных бумаг, и в целях определения основных начал необходимо синтезировать принципы организации рынка государственных ценных бумаг. Данные принципы законодательно не закреплены, однако их возможно вывести из смысла упомянутых ранее норм. Так, к принципам организации рынка ценных бумаг субъектов РФ относятся:

---

[1] Финансовое право: учебник / отв. ред. Н.И. Химичева. 5-е изд., перераб. и доп. С. 26.

1) принцип нормативно-правовой фиксации условий эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ (вытекает из обязательности принятия условия эмиссии региональных ценных бумаг для субъектов РФ, нацеленных на выпуск ценных бумаг);

2) принцип ограниченности пределов государственного долга (верхние пределы государственного долга субъектов РФ ограничены на уровне региональных законов о бюджете, что также может рассматриваться как гарантия недопущения бесконтрольных заимствований);

3) принцип обеспечения исполнения обязательств (субъекты РФ отвечают по своим обязательствам, сложившимся в связи с эмиссией региональных ценных бумаг, своим имуществом, а дополнительное указание такой информации при эмиссии ценных бумаг может способствовать росту спроса на них);

4) принцип обязательности раскрытия информации о государственных ценных бумагах субъектов РФ (предполагает гласность и открытость при принятии решения об эмиссии выпуска государственных ценных бумаг субъектов РФ, что обеспечивает доступ к необходимой информации для потенциальных и действующих инвесторов в региональные ценные бумаги).

Между тем для выпуска государственных ценных бумаг субъекта РФ недостаточно лишь принятия соответствующих региональных актов. Для эмиссии требуется также привлечение услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг и иных лиц, способствующих осуществлению такой эмиссии. Правоотношения, складывающиеся между участниками рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, вызывают особый интерес.

2.2. Правоотношения, складывающиеся между участниками рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации

Правоотношения, возникающие между участниками рынка ценных бумаг субъектов Российской Федерации, регулируются разными отраслями права (преимущественно номами финансового, административного и гражданского).

Ранее было аргументировано, что исследуемая область общественных отношений относится к предмету такого раздела финансового права как государственный долг и кредит. Соответственно, опираясь на имеющиеся теоретические разработки финансового права по данному разделу, представляется возможным дать следующее определение финансово-правовым отношениям в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации.

Финансово-правовые отношения в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации – это урегулированные нормами финансового права общественные отношения, возникающие в связи с организацией Российской Федерацией и ее субъектами привлечения в распоряжение субъектов Российской Федерации дополнительных финансовых ресурсов на добровольной, возвратной, срочной и возмездной основе посредством выпуска ценных бумаг в целях финансирования государственных расходов.

Спецификой финансово-правовых отношений, возникающих в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации, выступает специальный финансово-правовой статус публичных участников данных правоотношений. С одной стороны, Российская Федерация, ее субъекты и муниципальные образования в экономических отношениях находятся в состоянии конкуренции за финансовые ресурсы граждан и организаций на рынке ценных бумаг, с другой, – основы конституционного строя России и ее федеративное устройство определяют их особый финансово-правовой статус и элементы механизма финансово-правового регулирования заимствований на рынке ценных бумаг в публичных целях.

Анализ положений Главы 14 Бюджетного кодекса РФ «Государственный (муниципальный) долг» позволяет прийти к выводу о том, что качественными

характеристиками, определяющими особенности финансово-правового статуса субъектов Российской Федерации, в отношениях конкуренции на рынке ценных бумаг, являются:

1) целевой характер заимствований: финансирование дефицита бюджета субъекта Российской Федерации и погашение его долговых обязательств;

2) ограничение объема заимствований;

3) нормативно установленный предел доходности к погашению по государственным ценным бумагам субъектов Российской Федерации, зависящий от кредитного рейтинга заемщика;

4) приоритет внутренних заимствований;

5) обязательное участие высшего исполнительного органа субъектов Российской Федерации, либо финансового органа субъекта Российской Федерации в управлении долговыми обязательствами, возникшими в связи с эмиссией государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации;

5) обязательное участие Министерства финансов России в организации заимствований субъектами Российской Федерации на рынке ценных бумаг.

Особенности финансово-правовых отношений в исследуемой сфере проявляются также непосредственно в процедуре выпуска государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации в обращение. Обозначенные ранее стадии эмиссии ценных бумаг касаются преимущественно деятельности субъекта РФ, направленной на исполнение требований законодательства РФ в целях выпуска государственных ценных бумаг субъекта РФ и связанной с нормотворчеством. Однако следующий этап – привлечения услуг агента по размещению облигаций, организатора торговли, центрального депозитария и рейтингового агентства, а также этап размещения облигаций характеризуются необходимостью взаимодействия субъекта РФ с частными лицами – организациями, осуществляющими соответствующие услуги. Это вызывает особый интерес, поскольку в таких финансово-правовых отношениях наличествуют лица (частные), действия которых либо способствуют размещению государственных ценных бумаг субъекта РФ (преимущественно на возмездной

основе), либо представляют собой непосредственно отношения по купле/продаже эмиссируемых ценных бумаг (при выпуске государственных ценных бумаг субъектов РФ). Такие лица являются частными (профессиональные участники рынка ценных бумаг, инвесторы и др.).

Кроме того, если к предыдущим стадиям можно применить эпитет «подготовительные», то в отношении последующих этапов следует говорить о непосредственных действиях, направленных на эмиссию государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также о соответствующих правоотношениях.

3. Этап привлечения услуг агента по размещению облигаций, организатора торговли, центрального депозитария и рейтингового агентства.

На данном этапе субъекту РФ как эмитенту требуется:

1) выбрать финансовую организацию, оказывающую услуги по размещению облигаций, – Агента по размещению облигаций (далее также – Агент);

2) выбрать организатора торговли на рынке ценных бумаг – так называемую биржу (далее – Биржа);

3) обратиться за услугами центрального депозитария;

4) обратиться за услугами рейтинговых агентств.

Прямое указание на осуществление данных действий субъектом РФ в целях эмиссии государственных ценных бумаг в Бюджетном кодексе РФ отсутствует. Однако наличествующая инфраструктура рынка ценных бумаг предполагает выполнение этих действий (за исключением услуг рейтинговых агентств). Агентом выступает кредитная организация, заключившая соответствующее соглашение с эмитентом (субъектом РФ), осуществляющая размещение облигаций (государственных ценных бумаг субъектов РФ)[1].

[1] См.: Приказ Минфина России от 19 августа 2004 г. № 68н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций»: зарегистрирован в Минюсте России 10 сентября 2004 г. № 6013 (в ред. от 5 мая 2008 г.) // Российская газета. 2004. 14 сент.; 2008. 31 мая.

Агент действует в интересах субъектов РФ[1] и непосредственно выполняет следующие функции:

– проводит проверку документов, подтверждающих право инвестора на владение облигациями;

– открывает и обслуживает лицевые (денежные) счета инвесторов;

– по поручению эмитента размещает облигации на аукционе и проводит дополнительное размещение не размещенных на аукционе облигаций путем их продажи по установленной эмитентом цене через организатора торговли;

– осуществляет сбор заявок инвесторов на проведение операций с облигациями;

– по поручению эмитента размещает облигации по закрытой подписке;

– по поручению эмитента обменивает облигации на другие выпуски федеральных государственных ценных бумаг;

– по поручению эмитента за счет средств федерального бюджета осуществляет погашение и выкуп облигаций, а также выплату процентного дохода путем перечисления денежных средств на счета инвесторов;

– по поручению и от имени эмитента производит обслуживание эмиссионного счета «депо» эмитента, открытого в депозитарии;

– выполняет иные операции, определенные соглашением с эмитентом на оказание функций Агента.

Данные функции можно подразделить на обязательные (пункты 1–5) и факультативные (пункты 6–9). Факультативные функции могут не осуществляться Агентом, в этом случае он действует в рамках задач, поставленных эмитентом. Однако обязательные функции реализуются Агентом всегда, поскольку в этом и состоит суть его деятельности. Вместе с тем следует отметить, что размещение облигаций на аукционе путем их продажи по установленной эмитентом цене через организатора торговли и размещение облигаций по закрытой подписке – взаимоисключающие функции Агента.

[1] См. подробнее: *Данилов Ю.А.* Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика. М.: ГУ ВШЭ, 2002. С. 264.

Ценные бумаги могут быть размещены либо через организатора торговли (открытая подписка), либо по закрытой подписке. Агент не может одновременно осуществлять обе функции, но одна из них выполняется в обязательном порядке.

Таким образом, субъект РФ, будучи эмитентом, не может самостоятельно размещать государственные ценные бумаги (облигации), для этого он должен обратиться за услугами Агента в рамках государственных нужд.

Отношения, направленные на обеспечение государственных и муниципальных нужд, регулируются Федеральным законом от 5 апреля 2013 г. № 44-ФЗ «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд» (в ред. от 4 августа 2026 г.)[1] (далее – Федеральный закон № 44-ФЗ), что закреплено в статье 1 Закона. Согласно статье 93, услуга по организации размещения облигаций не относится к случаям, когда закупки могут осуществляться у единственного поставщика (подрядчика, исполнителя). В соответствии со статьей 24 Закона выбор финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций, может осуществляться посредством проведения открытого конкурса или электронного аукциона.

Альтернативным способом может быть выбор финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций, в порядке, утвержденном распоряжением Правительства РФ от 28 апреля 2015 г. № 753-Р «О реализации статьи 111 Федерального закона от 5 апреля 2013 г. № 44-ФЗ "О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд"» (в ред. от 15 мая 2021 г.)[2] (далее – распоряжение Правительства РФ № 753-р), предусматривающем упрощенную процедуру выбора Агента. Такой упрощенный порядок закреплен в статье 111 Федерального закона № 44-ФЗ, в которой указано, что Правительство РФ вправе установить особенности осуществления конкретной закупки, в том числе способ определения поставщика (подрядчика, исполнителя).

---

[1] См.: СЗ РФ. 2013. № 14, ст. 1652; 2026. № 32, ст. 4527.

[2] См.: СЗ РФ. 2015. № 18, ст. 2766; 2021. № 21, ст. 3636.

На основании пункта 1 упомянутого распоряжения Правительства РФ субъектам РФ, муниципальным образованиям, отнесенным в соответствии со статьей 107.1 Бюджетного кодекса РФ к группе заемщиков с высоким или средним уровнем долговой устойчивости необходимо формировать перечни финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций внутренних облигационных займов, на основании данных информационной системы «Сбондс» об объемах и о количестве выпусков облигаций, размещенных агентами за календарный год, предшествующий дате формирования указанных перечней. В случае отсутствия требуемых данных в информационной системе «Сбондс» перечни агентов следует формировать на основании данных информационных систем «Русбондс» (Rusbonds) или «Блумберг» (Bloomberg), а также запрашивать информацию, необходимую для осуществления отбора агентов, не менее чем у 20 агентов, занимающих в перечнях, включенных в абзац второй настоящего пункта, лидирующие позиции по объему размещенных облигаций в порядке убывания, и по итогам рассмотрения информации, полученной в срок и порядке, указанных в запросе, проводить отбор лучших агентов в целях формирования соответствующего перечня.

Следует оговориться, что компания Bloomberg L.P., упомянутая в распоряжении Правительства РФ № 753-Р, является американской, в настоящее время перечни агентов ею не ведутся, в связи с чем о данной информационной системе говорить не приходится[1]. Таким образом, основной информационной системой считается «Русбондс» (Rusbonds).

В соответствии с информацией, представленной на сайте «Сбондс» (последнее обновление от 27 января 2024 г.), на сегодняшний день рэнкинг организаторов облигаций России включает 45 организаций, осуществляющих функции агентов по размещению облигаций[2].

---

[1] См.: Where data, people and ideas intersect // Bloomberg. URL: https://www.bloomberg.com/company/ (дата обращения: 22.11.2025).

[2] См.: Рэнкинг организаторов облигаций России (все выпуски), январь–декабрь 2024 г. // Cbonds. URL: https://cbonds.ru/rankings/1089/3779/ (дата обращения: 27.11.2025).

Распоряжение Правительства РФ № 753-Р содержит следующие критерии выбора агентов – финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций:

опыт размещения облигаций на российском рынке капитала, включая опыт оказания услуг российским государственным, муниципальным и корпоративным заемщикам;

позиции агента на российском рынке;

стратегия подготовки и реализации размещения облигаций, предложенная агентом;

размер вознаграждения, запрашиваемого агентом;

деловая репутация агента.

Настоящие критерии носят объективный характер и позволяют осуществить отбор наиболее успешных и эффективных финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций. В данном случае речь идет о государственных облигациях субъектов РФ – единственном доступном для эмиссии субъектов РФ виде ценных бумаг. Вместе с тем при формировании перечня предлагается основываться на данных об объемах облигационных займов, размещенных финансовыми организациями в национальной валюте на внутреннем рынке капитала за календарный год, предшествующий году формирования перечня[1]. К слову, эмитент (субъект РФ) вправе составить перечень агентов, количество которых может превышать установленный минимум – 20. Прямого запрета на подобное расширение перечня в действующем законодательстве не содержится.

Исходя из информации Минфина России «О распоряжении Правительства Российской Федерации от 28 апреля 2015 г. № 753-р», критерии, указанные в подпунктах «а»–«д» пункта 1 распоряжения, являются обязательными к использованию при проведении отбора, причем их перечень не является исчерпывающим и может быть дополнен эмитентом по своему усмотрению.

[1] См.: Информация Минфина России от 30 сентября 2015 г. «О распоряжении Правительства Российской Федерации от 28 апреля 2015 г. № 753-р» // СПС «Гарант». URL: https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71100244/ (дата обращения: 01.12.2025).

Эмитент вправе самостоятельно разработать методологию определения лучших агентов с использованием системы распределения баллов за каждый из критериев.

Кроме того, пунктом 2 распоряжения Правительства РФ № 753-Р установлено, что при проведении отбора агентов принимается во внимание необходимость соблюдения принципа их ротации. Данный принцип подразумевает, что если организация в предшествующем размещении выступала в качестве агента по размещению и в текущем году ее предложение снова признано лучшим, то эмитент вправе не включать ее в перечень агентов, чьи предложения признаны лучшими. Реализация этого принципа вносит элемент конкурентности на рынке финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций, а его диспозитивность предопределяет некоторую степень свободы соответствующих публично-правовых образований при решении вопроса о выборе агента.

Согласно пункту 3 распоряжения Правительства РФ № 753-р, для размещения облигаций в объемах, установленных законом о бюджете субъекта РФ, последнему надлежит заключить государственный контракт (контракты) с одним или несколькими агентами для оказания услуг по размещению облигаций из числа отобранных в соответствии с абзацем третьим пункта 1 упомянутого распоряжения.

Таким образом, субъекту РФ надлежит составить список из не менее чем 20 организаций (агентов) и произвести запрос информации. На основании пункта 4 распоряжения Правительства РФ № 753-Р перечень финансовых организаций, у которых субъекты Федерации и муниципальные образования проводят запрос информации, необходимой для осуществления отбора агентов, а также перечень агентов, составленный в соответствии с абзацем третьим пункта 1 указанного распоряжения, подлежат размещению на официальном сайте исполнительного органа государственной власти субъекта РФ (местной администрации муниципального образования) – эмитентов соответствующих облигаций – в сети Интернет и единой информационной системе в сфере закупок, а до ввода в эксплуатацию этой системы – на официальном сайте Российской Федерации в

сети Интернет для размещения информации о размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ и оказание услуг.

Субъекты РФ, как правило, принимают акт о порядке отбора финансовых организаций для оказания услуг по обслуживанию процедур выпуска, размещения и обращения облигаций, а также акт, утверждающий перечень финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций внутренних облигационных займов.

Например, в Московской области приняты следующие акты: распоряжение Министерства экономики и финансов Московской области от 11 апреля 2023 г. № 24РВ-23 «О порядке отбора финансовых организаций для оказания услуг по обслуживанию процедур выпуска, размещения и обращения облигаций Московских областных внутренних облигационных займов 2023 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» (в ред. от 9 октября 2023 г.)[1] и распоряжение Министерства экономики и финансов Московской области от 26 января 2023 г. № 24РВ-2 «Об утверждении Перечня финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций внутренних облигационных займов»[2].

Согласно пункту 3 Порядка отбора финансовых организаций для оказания услуг по обслуживанию процедур выпуска, размещения и обращения облигаций Московских областных внутренних облигационных займов 2023 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга, перечень таких организаций утверждается распоряжением Министерства экономики и финансов Московской области. Он может быть опубликован в виде списка – распоряжение Правительства РФ № 753-Р не содержит указания на обязательное оформление такого перечня в виде нормативного правового акта. Так, в Республике Башкортостан издан приказ Министерства финансов Республики от 14 мая 2024 г. № 109 «Об утверждении Порядка проведения отбора финансовых организаций,

---

[1] См.: Официальный сайт Министерства экономики и финансов Московской области. URL: http://www.mef.mosreg.ru, 12.04.2023; 09.10.2023 (дата обращения: 11.07.2025).

[2] См.: Официальный сайт Министерства экономики и финансов Московской области. URL: http://www.mef.mosreg.ru, 10.02.2020 (дата обращения: 11.07.2025).

оказывающих услуги по размещению облигаций внутренних облигационных займов, для оказания услуг по размещению государственных облигаций Республики Башкортостан 2024 года»[1]. При этом перечень финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций внутренних облигационных займов, которым направляется соответствующий запрос, опубликован на официальном сайте Министерства финансов Республики Башкортостан в виде списка[2].

Помимо привлечения услуг Агента, эмитенту – субъекту РФ необходимо выбрать организатора торговли. Согласно статье 14 Закона о рынке ценных бумаг, ценные бумаги, в том числе государственные ценные бумаги, размещаются (обращаются) на соответствующих организованных торгах. В соответствии со статьей 2 Федерального закона от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах» (в ред. от 4 августа 2026 г.)[3] (далее – Федеральный закон № 325-ФЗ), организованные торги – торги, проводимые на регулярной основе по установленным правилам, предусматривающим порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи, в том числе ценных бумаг.

В статье 5 указанного Федерального закона закрепляется, что организатором торговли может являться только хозяйственное общество, созданное в соответствии с законодательством РФ. Статья 2 содержит следующее определение: «организатор торговли – лицо, оказывающее услуги по проведению организованных торгов на товарном и (или) финансовом рынках на основании лицензии биржи или лицензии торговой системы».

---

[1] См.: Официальный сайт Министерства финансов Республики Башкортостан. URL: https://minfin.bashkortostan.ru, 14.05.2024 (дата обращения: 02.02.2026).

[2] См.: Перечень финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций внутренних облигационных займов, которым направляется запрос информации для оказания услуг // Официальный сайт Министерства финансов Республики Башкортостан. URL: https://minfin.bashkortostan.ru/documents/other/484685/ (дата обращения: 02.02.2026).

[3] См.: СЗ РФ. 2011. № 48, ст. 6726; 2026. № 32, ст. 4480.

Организатором торговли на рынке ценных бумаг является Биржа. Биржа – организатор торговли, имеющий лицензию биржи[1]. Из этого следует, что эмитент, планирующий выпуск ценных бумаг, для их размещения должен обращаться к Бирже. Такая необходимость возникает и у публично-правовых образований, выпускающих соответствующие ценные бумаги. Выбор Биржи осуществляется посредством проведения конкурсных процедур на основании положений Федерального закона № 44-ФЗ.

Хронологически процедуры выбора Агента и Биржи могут осуществляться до государственной регистрации условий эмиссии в Минфине России – прямого запрета на это в российском законодательстве нет. Это позволяет более оперативно провести подготовительную работу и, как следствие, сократить временной промежуток от момента принятия решения об эмиссии ценных бумаг до самой эмиссии. По состоянию на 7 мая 2025 г., согласно данным Банка России, лицензии бирж выданы семи организаторам торговли: ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС», ПАО «СПБ Биржа», АО «Санкт-Петербургская Международная Товарно-сырьевая Биржа», АО «Санкт-Петербургская Валютная Биржа», АО «Восточная биржа имени В.В. Николаева», АО «Национальная товарная биржа» и АО «БИРЖА «ЦТС»[2].

Наиболее популярной биржей из перечисленных является ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» (Мосбиржа). Львиная доля эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг приходится именно на Мосбиржу, вернее на секции фондового рынка Мосбиржи (той части биржи, на которой осуществляются сделки купли-продажи акций, облигаций, а также паев паевых инвестиционных фондов)[3].

Облигация – это бездокументарная ценная бумага, сделки с которой происходят с использованием цифровых технологий, что ставит вопрос о

---

[1] См. ст. 9 Федерального закона от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

[2] См.: Реестры и перечни // Официальный сайт Банка России. URL: https://cbr.ru/admissionfinmarket/register/ (дата обращения: 07.01.2026).

[3] См.: Фондовый рынок Группы «Московская Биржа» // Московская Биржа. URL: https://www.moex.com/s1160 (дата обращения: 07.01.2026).

необходимости учета прав собственности соответствующих участников рынка ценных бумаг. Из этого следует, что на рынке ценных бумаг нужны организации, оказывающие услуги по учету и переходу прав на бездокументарные ценные бумаги, то есть осуществляющие депозитарную деятельность. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется в Законе о рынке ценных бумаг депозитарием (статья 7).

Статья 2 Федерального закона от 7 декабря 2011 г. № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» (в ред. от 9 апреля 2026 г.)[1] (далее – Федеральный закон № 414-ФЗ) устанавливает, что центральный депозитарий – депозитарий, который является небанковской кредитной организацией и которому присвоен статус центрального депозитария в соответствии с данным Федеральным законом. В свою очередь, статьей 21 указанного Закона закреплено, что статус центрального депозитария может быть присвоен юридическому лицу, которое отвечает требованиям данного Закона, иных федеральных законов и принятых в соответствии с ними нормативных актов, имеет лицензию на осуществление депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг и которое (правопредшественник которого) на момент подачи заявления о присвоении статуса центрального депозитария не менее трех лет выполняло функции расчетного депозитария.

На основании статьи 22 Федерального закона № 414-ФЗ присвоение статуса центрального депозитария осуществляется Банком России. В развитие этой нормы права принято указание Банка России от 29 октября 2020 г. № 5606-У «О присвоении Банком России статуса центрального депозитария»[2], регулирующее порядок присвоения такого статуса. На сегодняшний день статус центрального депозитария присвоен Небанковской кредитной организации ЗАО «Национальный расчетный депозитарий»[3].

---

[1] См.: СЗ РФ. 2011. № 50, ст. 7356; 2026. № 15, ст. 1865.

[2] См.: Вестник Банка России. 2020. № 102.

[3] См.: Центральный депозитарий // Официальный сайт Банка России. URL: https://cbr.ru/securities_market/cd/ (дата обращения: 31.03.2026).

Логично предположить, что если статус центрального депозитария принадлежит одной организации, то речь о конкурсных процедурах (по смыслу Федерального закона № 44-ФЗ) идти не может. Действительно, исходя из смысла подпункта 1 пункта 1 статьи 93 Федерального закона № 44-ФЗ, закупка у единственного поставщика (подрядчика, исполнителя) может осуществляться заказчиком в том числе в случаях осуществления закупки товара, работы или услуги, которые относятся к сфере деятельности субъектов естественных монополий в соответствии с Федеральным законом от 17 августа 1995 г. № 147-ФЗ «О естественных монополиях», а также услуг центрального депозитария.

Так, согласно приказу министерства финансов Саратовской области от 13 ноября 2017 г. № 619 «Об утверждении Решения об эмиссии выпуска государственных облигаций Саратовской области 2017 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга»[1], при выпуске облигаций с регистрационным номером RU35001SAR0 центральным депозитарием выступает Небанковская кредитная организация АО «Национальный расчетный депозитарий». Соответствующую закупку у единственного поставщика по оказанию услуг центрального депозитария осуществило министерство финансов Саратовской области[2]. В пункте 13 постановления Правительства Москвы от 23 мая 2023 г. № 823-ПП «Об утверждении Решения об эмиссии первого выпуска облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения»[3] также указано, что центральным депозитарием является Небанковская кредитная организация АО «Национальный расчетный депозитарий».

Привлечение услуг Агента, депозитария, выбор Биржи – обязательные стадии, прохождение которых необходимо в силу намерения эмитента – субъекта РФ – осуществить эмиссию государственной ценной бумаги. К необязательным

---

[1] См.: Сайт сетевого издания «Новости Саратовской губернии». URL: www.g-64.ru, 15.11.2017 (дата обращения: 16.03.2026).

[2] См.: Планируется закупка услуг центрального депозитария по областным облигациям // Официальный сайт Правительства Саратовской области. URL: https://saratov.gov.ru/gov/news/planiruetsya_zakupka_uslug_tsentralnogo_depozitariya_po_oblastnym_obligatsiyam/ (дата обращения: 22.12.2025).

[3] См.: Вестник Москвы. 2023. № 30.

этапам относится получение кредитного рейтинга эмитентом от соответствующих организаций, то есть мнения об относительной способности эмитента выполнять свои финансовые обязательства, такие как выплаты процентов, дивидендов по привилегированным акциям, погашение основной суммы долга, урегулирование страховых убытков[1].

Несмотря на то, что выпуск государственных ценных бумаг субъекта РФ возможно осуществить и без кредитного рейтинга эмитента, его получение может быть необходимо в силу иных причин. Так, в соответствии с пунктом 18.1 статьи 103 Бюджетного кодекса РФ в случае размещения субъектом РФ (муниципальным образованием) государственных ценных бумаг субъекта РФ (муниципальных ценных бумаг) доходность к погашению, рассчитанная исходя из цены размещения указанных ценных бумаг, не может превышать ключевую ставку Центрального банка РФ, увеличенную на один процентный пункт, действующую на дату принятия решения о размещении государственных ценных бумаг субъекта РФ (муниципальных ценных бумаг), если у субъекта РФ (муниципального образования) на дату размещения отсутствует кредитный рейтинг не ниже уровня, устанавливаемого Правительством РФ, от одного или нескольких осуществляющих рейтинговые действия юридических лиц, перечень которых определяется Правительством РФ. Кроме того, рейтингование на уровне субъектов РФ и местном уровне способствует становлению бюджетной децентрализации, так как стимулирует общую бюджетную устойчивость[2].

Таким образом, публично-правовое образование, у которого отсутствует кредитный рейтинг не ниже уровня, установленного Правительством РФ, ограничено действующим законодательством в показателе доходности по ценным бумагам – привязано к ключевой ставке Банка России. Такой подход релевантен, поскольку гарантирует, что субъект РФ, не имеющий соответствующего кредитного рейтинга, императивно ограничен в заимствованиях, доходность к

---

[1] См.: *Нишатов Н.П.* Рынок государственных и муниципальных ценных бумаг: учеб. пособие. М.: Центркаталог, 2019. С. 90.

[2] См.: *Михайлова А.А., Тимушев Е.Н.* Кредитоспособность регионов России: на что обращать внимание // Финансовый журнал. 2020. № 6.

погашению у которых выше, чем «ставка Банка России + 1 %». В данном случае государство заинтересовано в наличии такого ограничения, снижающего риски чрезмерного роста долга, стоимости его обслуживания.

Постановлением Правительства РФ от 20 января 2014 г. № 40 «О требованиях к минимальному уровню кредитных рейтингов субъектов Российской Федерации и муниципальных образований» (в ред. от 17 февраля 2020 г.)[1] установлено, что внутренние заимствования в форме выпуска государственных ценных бумаг осуществляются субъектом Федерации при условии наличия у заемщика кредитного рейтинга не ниже уровня «BBB-(RU)» по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации от АО «Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство» и (или) «ruBBB-» по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации от АО «Рейтинговое Агентство "Эксперт РА"».

Более того, наличие кредитного рейтинга может снизить стоимость заимствований[2]. Поскольку доходность связана с риском, высокий кредитный рейтинг эмитента положительно сказывается на уменьшении стоимости заимствования для публично-правового образования. Иными словами, чем выше кредитный рейтинг, тем более низкая процентная ставка удовлетворит инвесторов[3]. В то же время обращение к рейтинговым агентствам влечет за собой ряд издержек экономического характера, однако в долгосрочной перспективе получение кредитного рейтинга способно снизить расходы, связанные с обслуживанием государственного долга субъекта РФ, образовавшегося в результате эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ на рынке ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг – конкурентная среда, в связи с чем стоимость обслуживания долговых ценных бумаг – облигаций напрямую зависит от надежности эмитента, его открытости, прозрачности. В связи с этим следует

---

[1] См.: СЗ РФ. 2014. № 4, ст. 387; 2020. № 8, ст. 1024.

[2] См.: *Гордин В.А.* Кредитный рейтинг и его влияние на эффективность размещения облигационных займов субъектами Российской Федерации и органами местного самоуправления // Финансы и кредит. 2001. № 18 (90). С. 21.

[3] См.: *Нишатов Н.П.* Указ. соч. С. 70.

отметить, что исполнительным органам субъекта РФ необходимо вести публичную бюджетную политику, взаимодействовать с инвестиционным сообществом. Эффект от такой работы выражается в повышении доверия к эмитенту – публично-правовому образованию, что в свою очередь позволит снизить соответствующие процентные издержки, обусловленные обслуживанием выпущенных публичных ценных бумаг – облигаций.

При выполнении требований, связанных с привлечением услуг Агента, организатора торговли на рынке ценных бумаг, центрального депозитария, а также (в случае необходимости) получением кредитного рейтинга, субъект РФ может непосредственно размещать ценные бумаги.

4. Этап размещения облигаций. Данный этап представляет собой непосредственное размещение государственных ценных бумаг субъектов РФ. Размещение облигаций возможно тремя способами:

1) проведение аукциона по цене размещения в случае, когда размер купона (купонов) определен заранее;

2) проведение конкурса по определению ставки купонного дохода в случае, когда цена размещения определена заранее;

3) формирование книги заявок.

Выбор способа размещения государственных ценных бумаг субъектов РФ – прерогатива эмитента. При этом Министерство финансов РФ в Методических рекомендациях для субъектов Российской Федерации по осуществлению заимствований на финансовых рынках подчеркивает, что допускает использование субъектами РФ любого из вышеперечисленных способов размещения облигаций. Действительно, правовых ограничений в выборе способа размещения для публично-правовых образований нет. Субъекту РФ нужно руководствоваться спецификой того или иного способа размещения.

Немаловажной представляется такая характеристика государственных ценных бумаг субъектов РФ, как срочность. Так, в соответствии с пунктом 6 статьи 99 Бюджетного кодекса РФ долговые обязательства субъекта РФ могут быть краткосрочными (менее одного года), среднесрочными (от одного года до

пяти лет) и долгосрочными (от пяти до 30 лет включительно). На практике регионы весьма неактивно выпускают долгосрочные ценные бумаги, и это может свидетельствовать об отсутствии долгосрочного планирования в вопросах долговой политики. Осуществление длительных по сроку займов посредством выпуска субъектом РФ государственных ценных бумаг позволяет действовать контрциклично по отношению к изменениям ключевой ставки Банка России. Предполагаемая доходность эмиссируемых государственных ценных бумаг субъекта РФ (а значит, и стоимость их обслуживания) чувствительно реагирует на ключевую ставку. Однако осуществление займов на длительный срок в периоды низкой ставки позволит зафиксировать низкую стоимость обслуживания облигаций соответствующего субъекта РФ. И наоборот, в периоды высокой ставки, когда растет стоимость обслуживания долга, необходимо внимательно оценивать срочность государственных ценных бумаг субъектов РФ. Ключевой целью управления государственным долгом, определяющей эффективность долговой политики государства, является баланс между минимизацией бюджетного риска и минимизацией стоимости обслуживания долгов[1].

Вместе с тем регионы сегодня не используют облигации с переменным купоном, то есть облигации, доходность которых привязана к какому-либо экономическому показателю – как правило, к ключевой ставке Банка России. Такие ценные бумаги (также называемые флоатерами) позволяют с высокой степенью корреляции привязать стоимость обслуживания ценных бумаг к ключевой ставке Банка России. Такое управление государственным долгом субъекта РФ способно с помощью расширения используемых видов ценных бумаг снизить стоимость обслуживания в долгосрочной перспективе. Так, в условиях относительной стабильности на финансовом рынке в целом и снижения процентных ставок выгоднее размещать средне- и долгосрочные облигации, а в периоды повышенной волатильности процентных ставок – облигации с

[1] См.: *Карпов С.С.* Финансово-правовые основы государственного кредита в Российской Федерации: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. М., 2011. С. 12.

изменяющимся уровнем доходности[1]. Меры по оптимизации государственного долга – элемент управления государственным долгом[2], что имеет важное значение, в том числе на уровне субъектов РФ.

На уровне Российской Федерации Минфин России использует как ОФЗ-ПД (облигации с постоянным купоном), так и ОФЗ-ПК (облигации с переменным купоном). Причем ОФЗ-ПК в последние годы стали особенно популярными на российском рынке. Это объясняется высокой волатильностью процентных ставок и неопределенностью дальнейшей монетарной политики Банка России[3].

Мерой, которая в описанных условиях может оказаться актуальной, является разработка Правительством РФ и реализация единой стратегии управления государственным долгом субъектов РФ. Будучи одним из важнейших направлений бюджетной политики[4], указанная стратегия позволит усовершенствовать подходы к осуществлению управления государственным долгом субъектов РФ, в том числе посредством выбора ценных бумаг, которые необходимо выпускать в той или иной экономической ситуации. Управление государственным долгом – представляет собой мероприятия по обслуживанию и погашению принятых государством долговых обязательств, а также мероприятия по оптимизации государственного долга[5]. Последнее – оптимизация государственного долга – приобретает важную роль в свете потребности регионов в источниках финансирования дефицита бюджетов и, одновременно, в связи с напряженной рыночной конъюнктурой.

Этап эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ являет собой непосредственно процесс выпуска публичных ценных бумаг – покупку таковых

---

[1] См., например: *Алексеева И.А., Петрова И.А.* Эволюция и перспективы развития рынка облигаций федеральных займов // Известия Байкальского государственного университета. 2018. № 4.

[2] См.: *Богданова А.В.* Правовое регулирование государственного кредита субъекта Российской Федерации: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. М., 2017.

[3] См., например: *Макушкин М.С.* Детерминанты доходностей облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) // Финансовый журнал. 2025. № 5.

[4] См.: Бюджетное послание Президента РФ В. Путина Федеральному Собранию «О бюджетной политике на 2002 год» // Российская газета. 2001. 24 апр.

[5] См.: *Богданова А.В.* Правовое регулирование государственного кредита субъекта Российской Федерации: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. М., 2017.

инвесторами. Однако данный этап не является заключительным для публично-правового образования.

5. Подготовка отчета об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ. Согласно статье 121.8 Бюджетного кодекса РФ, эмитент государственных (муниципальных) ценных бумаг после завершения отчетного финансового года, но не позднее 1 февраля текущего финансового года принимает документ в форме нормативного правового акта Российской Федерации, нормативного правового акта субъекта РФ или правового акта местной администрации, содержащий отчет об итогах эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг. Из представленной правовой нормы видно, что такой отчет должен содержать сведения обо всех эмиссиях публично-правового образования вне зависимости от их количества.

Отчетная деятельность публично-правового образования – не только обязанность в силу закона, но и часть политики взаимодействия субъекта РФ (как эмитента) с инвесторами в ценные бумаги. От качества такого взаимодействия зависит оценка рисков публичной ценной бумаги, что оказывает влияние на ее доходность, а последняя, в свою очередь, – на размер издержек, связанных с эмиссией государственных ценных бумаг субъектов РФ.

В соответствии со статьей 121.8 Бюджетного кодекса РФ отчет об итогах эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг должен содержать «указание:

1) на государственные регистрационные номера выпусков государственных (муниципальных) ценных бумаг, размещение которых осуществлялось в отчетном финансовом году;

2) на порядок размещения ценных бумаг;

3) на даты размещения ценных бумаг, указанных в подпункте 1 настоящего пункта выпусков;

4) на даты погашения ценных бумаг, указанных в подпункте 1 настоящего пункта выпусков;

5) на фактическую цену размещения ценных бумаг (в процентах от номинальной стоимости);

6) на количество размещенных ценных бумаг, указанных в подпункте 1 настоящего пункта выпусков;

7) на объем денежных поступлений в бюджет заемщика от размещения государственных (муниципальных) ценных бумаг каждого из указанных в подпункте 1 настоящего пункта выпусков».

Такие сведения в совокупности формируют представление о финансовом состоянии региона. Кроме того, данный финансово-правовой акт позволяет гражданам, а также соответствующим институтам общественного контроля изучать информацию, которая характеризует векторы долговой политики того или иного субъекта РФ.

В соответствии с пунктом 2 статьи 121.8 Бюджетного кодекса РФ правила представления субъектами РФ и муниципальными образованиями отчетов об итогах эмиссии региональных государственных ценных бумаг и муниципальных ценных бумаг устанавливаются Правительством РФ. Обозначенная правовая норма по способу изложения является бланкетной, то есть выполняет функцию своеобразного бланка, который заполняется другим юридическим актом, содержащим правила специального характера[1]. Таким юридическим актом выступает постановление Правительства РФ от 1 декабря 2012 г. № 1238 «О государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг, а также об отчетах о проведенной эмиссии» (вместе с Правилами государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, а также изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг, Правилами представления субъектами Российской Федерации и муниципальными образованиями отчетов об итогах эмиссии государственных ценных бумаг

[1] См.: *Кулапов В.Л.* Указ. соч. С. 259.

субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг) (в ред. от 9 декабря 2022 г.)[1].

В пункте 2 Правил представления субъектами Российской Федерации и муниципальными образованиями отчетов об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг (далее – Правила представления отчетов об итогах эмиссии) указано, что исполнительный орган субъекта Федерации или местная администрация, являющиеся эмитентом ценных бумаг, представляют отчет об итогах эмиссии ценных бумаг после его утверждения в Минфин России ежегодно, не позднее 25 февраля года, следующего за отчетным.

Сравнительно-правовой анализ содержания статьи 121.8 Бюджетного кодекса РФ и пункта 2 Правил представления отчетов об итогах эмиссии позволяет сделать вывод об имеющейся гармонии исследуемых правовых норм. Если первая юридическая норма, как отмечалось ранее, закрепляет срок принятия соответствующего отчета в форме нормативного правового акта публично-правового образования (не позднее 1 февраля текущего финансового года), то вторая устанавливает срок представления такого отчета в Минфин России (не позднее 25 февраля года, следующего за отчетным).

Пункт 3 Правил представления отчетов об итогах эмиссии содержит норму с отсылочным способом изложения, то есть отдельные элементы нормы изложены в другом конкретном акте, на который и делается ссылка. В данном случае представленная правовая норма отсылает непосредственно к статье 121.8 Бюджетного кодекса РФ: «отчет об итогах эмиссии ценных бумаг должен включать информацию, предусмотренную статьей 121.8 Бюджетного кодекса Российской Федерации».

Возвращаясь к вопросу о степени доступности информации об эмитенте – публично-правовом образовании, следует подчеркнуть, что отчеты в форме нормативного правового акта субъекта РФ находятся в открытом доступе в сети Интернет. Так, на официальном сайте Минфина России имеется веб-страница,

[1] См.: СЗ РФ. 2012. № 50, ч. 6, ст. 7056; 2022. № 51, ст. 9233.

посвященная отчетам об итогах эмиссии субъектов РФ и муниципальных образований с разбивкой по годам[1]. Из сведений, представленных на странице, видно, что в 2024 г. эмиссию публичных ценных бумаг осуществляли[2]: Республика Саха (Якутия)[3], Республика Башкортостан[4], Новосибирская область[5], Амурская область[6], Ульяновская область[7], Томская область[8], Калининградская область[9], а также муниципальные образования: г. Томск[1], г. Красноярск[2]. При

---

[1] См.: Отчеты об итогах эмиссии субъектов Российской Федерации и муниципальных образований // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/ (дата обращения: 01.03.2026).

[2] См.: Отчеты об итогах эмиссии за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024/#subekty (дата обращения: 01.03.2026).

[3] См.: Отчет об итогах эмиссии Республики Саха (Якутия) за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311441-otchet_ob_itogakh_emissii_respubliki_sakha_yakutiya_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

[4] См.: Отчет об итогах эмиссии Республики Башкортостан за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311439-otchyot_ob_itogakh_emissii_respubliki_bashkortostan_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

[5] См.: Отчет об итогах эмиссии Новосибирской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311437-otchyot_ob_itogakh_emissii_novosibirskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

[6] См.: Отчет об итогах эмиссии Амурской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311435-otchyot_ob_itogakh_emissii_amurskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

[7] См.: Отчет об итогах эмиссии Ульяновской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311433-otchyot_ob_itogakh_emissii_ulyanovskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

[8] См.: Отчет об итогах эмиссии Томской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311431-otchyot_ob_itogakh_emissii_tomskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

[9] См.: Отчет об итогах эмиссии Калининградской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311429-otchyot_ob_itogakh_emissii_kaliningradskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

этом количество публично-правовых образований, представивших отчет, равно количеству публично-правовых образований, выпустивших в отчетный год публичные ценные бумаги.

Что касается формы акта, в которой утверждается отчет об итогах эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг, то здесь следует отметить, что в субъектах РФ исполнительный орган (министерство финансов субъекта РФ) издает приказ, а исполнительный орган (администрация) муниципального образования издает постановление.

Соответствующие акты органов исполнительной власти Республики Саха (Якутия), Новосибирской области, Амурской области, г. Томска, г. Красноярска содержат прямое указание на обязательность опубликования отчетов об итогах эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг для широкого круга лиц, в том числе в сети Интернет. Такой подход может говорить об уровне открытости эмитента для инвесторов, а также потенциальных инвесторов.

Помимо отчета, эмитенты государственных ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг обязаны ежемесячно публиковать данные об объеме долга заемщика, что установлено пунктом 3 статьи 121.9 Бюджетного кодекса РФ. Данная статья указывает на информацию, обязательную к опубликованию. Так, на основании пункта 1 статьи 121.9 Бюджетного кодекса РФ раскрытие информации о государственных (муниципальных) ценных бумагах, определяемое в соответствии с федеральными законами, осуществляется путем:

1) опубликования нормативного правового акта Российской Федерации, нормативного правового акта субъекта РФ или правового акта местной администрации, которыми утверждены Генеральные условия, принимаемые в соответствии с Кодексом;

---

[1] См.: Отчет об итогах эмиссии г. Томска за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_39=311445-otchyot_ob_itogakh_emissii_g._tomska_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

[2] См.: Отчет об итогах эмиссии г. Красноярска за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_39=311443-otchyot_ob_itogakh_emissii_g._krasnoyarska_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

2) опубликования нормативного правового акта Российской Федерации, нормативного правового акта субъекта РФ или правового акта местной администрации, которыми предусматриваются условия эмиссии и обращения, принимаемые в соответствии с Кодексом;

3) опубликования и (или) раскрытия эмитентом иным предусмотренным законодательством РФ способом информации, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске), не позднее даты начала его размещения;

4) опубликования и (или) раскрытия эмитентом иным предусмотренным законодательством Российской Федерации способом информации, связанной с решением о выпуске (дополнительном выпуске), в том числе информации о размере очередного купона по государственным (муниципальным) ценным бумагам с переменным купонным доходом в соответствии с условиями эмиссии и обращения и решением о выпуске (дополнительном выпуске);

5) опубликования эмитентом отчета об итогах эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг, принимаемого в соответствии с Кодексом.

Как видно из приведенной статьи, бюджетное законодательство содержит императивное указание на сведения (нормативные правовые акты), которые субъекты РФ обязаны раскрывать.

Вопрос опубликования нормативных правовых актов по вопросам, связанным с функционированием рынка государственных ценных бумаг, в том числе актов, содержащих отчет об итогах эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг, регламентирован российским законодательством. Открытость и прозрачность – не только положительная практика на рынке ценных бумаг, которую необходимо перенимать субъектам РФ, это одно из основополагающих начал бюджетного процесса в Российской Федерации.

Так, в статье 36 Бюджетного кодекса РФ закреплен один из принципов бюджетного процесса – принцип прозрачности (открытости), который означает, кроме прочего, обязательное опубликование в средствах массовой информации утвержденных бюджетов и отчетов об их исполнении, полноту представления

информации о ходе исполнения бюджетов, а также доступность иных сведений о бюджетах по решению законодательных (представительных) органов государственной власти, представительных органов муниципальных образований. Сведения о деятельности субъектов РФ на рынке государственных ценных бумаг – часть сведений, напрямую связанных с бюджетом. Как отмечалось ранее, эмиссия государственных ценных бумаг – это один из способов финансирования дефицита бюджета.

Таким образом, публикация нормативных правовых актов органов государственной власти субъектов РФ, содержащих сведения, связанные с деятельностью субъекта на рынке государственных ценных бумаг, выступает предметом интереса неограниченного круга лиц сразу в двух аспектах:

в аспекте открытости бюджетного процесса для граждан, проживающих на территории соответствующего публично-правового образования. Их права и свободы могут быть затронуты деятельностью субъекта РФ на рынке государственных ценных бумаг (в данном случае речь может идти в том числе об общественном бюджетном контроле);

в аспекте открытости эмитента для инвесторов на рынке государственных ценных бумаг субъекта РФ. Публичность и открытость эмитента – публично-правового образования – необходимость, поскольку служит одним из компонентов и условий построения долгосрочной высокой репутации на рынке ценных бумаг в целом.

Несмотря на наличие императивных правовых положений, закрепленных, в частности, в Бюджетном кодексе РФ, которые ограничивают объемы заимствований на рынке государственных ценных бумаг субъектов РФ и даже, в ряде случаев, условия подобных заимствований, существует риск наступления таких обстоятельств, при которых публично-правовое образование не сможет отвечать по своим обязательствам – допустит дефолт. История России не знает примеров, когда бы субъект РФ допускал дефолт по обязательствам, образовавшимся в результате эмиссии государственных ценных бумаг, однако это не является гарантией купирования соответствующего риска.

Более того, в истории рынка региональных государственных ценных бумаг имеется негативный пример, когда субъект РФ допустил дефолт по кредиту, привлеченному от кредитных организаций. Так, Нижегородская область не исполнила долговые обязательства в срок и в полном объеме перед ОАО «ВТБ» на общую сумму 1,68 млрд рублей[1]. Имели место случаи дефолта и по муниципальным ценным бумагам. Например, Клинский район Московской области 25 ноября 2009 г. допустил технический дефолт по купону облигаций серии 25003 объемом 300 млн рублей. По сообщению Национального депозитарного центра, выплата была проведена частично с задержкой на два дня[2]. Впрочем, в обоих случаях речь идет о техническом дефолте.

В связи с изложенным целесообразно заострить внимание на том, каким образом в настоящее время регулируется порядок действий, необходимых при наступлении негативных обстоятельств.

Пунктом 1 статьи 102 Бюджетного кодекса РФ закреплено, что долговые обязательства Российской Федерации, субъекта РФ, муниципального образования полностью и без условий обеспечиваются всем находящимся в собственности Российской Федерации, субъекта РФ, муниципального образования имуществом, составляющим соответствующую казну, и исполняются за счет средств соответствующего бюджета. Данная правовая норма, регулирующая общественные отношения в сфере бюджета, – одна из основополагающих, поскольку ею закрепляются финансово(бюджетно)-правовые основы в рассматриваемой сфере.

Несмотря на то, что, согласно пункту 1 статьи 67 Конституции РФ, территория Российской Федерации включает в себя территории ее субъектов (а согласно пункту 3 статьи 132 Конституции РФ, органы государственной власти входят в единую систему публичной власти в Российской Федерации и осуществляют взаимодействие для наиболее эффективного решения задач в

---

[1] См.: Новгородская область первой из российских регионов допустила дефолт // РБК. URL: https://www.rbc.ru/economics/09/06/2015/557706719a794772e63bd6b2 (дата обращения: 01.03.2026).

[2] См.: Клинский район не рассчитался в полном объеме по купону облигаций серии 25003 // Cbonds. URL: https://cbonds.ru/news/449398/ (дата обращения: 01.03.2026).

интересах населения, проживающего на соответствующей территории), субъекты РФ самостоятельно отвечают по обязательствам, возникшим в результате эмиссии государственных ценных бумаг.

Так, на основании пункта 2 статьи 102 Бюджетного кодекса РФ Российская Федерация не несет ответственности по долговым обязательствам субъектов РФ, если указанные обязательства не были ею гарантированы. В данном случае имеет место ограничение ответственности федерального уровня государственной власти по обязательствам субъекта РФ. Это логично, если учитывать трехзвенность публичной власти в Российской Федерации и самостоятельность каждого звена системы.

В то же время из этого вытекает, что субъект РФ не отвечает по обязательствам муниципальных образований, находящихся на его территории, потому как муниципальные образования – отдельное и самостоятельное звено публичное власти. Действительно, в пункте 3 статьи 102 Бюджетного кодекса РФ закреплено, что субъект Федерации не несет ответственности по долговым обязательствам Российской Федерации, иных субъектов РФ и муниципальных образований, если данные обязательства не были гарантированы этим субъектом РФ. В этой связи следует еще раз подчеркнуть, что уровень доходности по государственным ценным бумагам субъекта РФ (издержки по обслуживанию образовавшегося государственного долга) связан с соответствующими кредитными рисками эмитента (в данном случае – субъекта РФ). Отсутствие прямого закрепления ответственности Российской Федерации по обязательствам нижестоящих публично-правовых образований удорожает стоимость заимствований. Между тем нельзя отказать такому правовому положению в логичности ввиду самостоятельности регионов в системе публичной власти. Субъектам РФ необходимо самостоятельно реализовывать долговую политику, без оглядки на иные публично-правовые образования.

Таким образом, этап «Привлечение услуг агента по размещению облигаций, организатора торговли, центрального депозитария и рейтингового агентства» характеризуется активной деятельностью субъектов РФ по выполнению

требований действующего законодательства в части осуществления субъектом необходимых действий, направленных на эмиссию государственных ценных бумаг. Вместе с тем особое значение имеет этап размещения облигаций, поскольку представляет собой непосредственно процесс эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ. Размещение облигаций не является заключительным этапом. В силу закона эмитент – субъект РФ – должен подготовить, утвердить и опубликовать отчет об итогах эмиссии государственных ценных бумаг.

В сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ наличествуют общественные отношения, урегулированные нормами финансового права – финансово-правовые отношения. В целях выявления их сущности произведена классификация блоков финансово-правовых отношений в сфере рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ:

1. Между субъектами РФ и Российской Федерацией;
2. Между субъектами РФ и Банком России;
3. Между субъектами РФ и Минфином России.

Представленная классификация позволяет выявить особенности складывающихся общественных отношения, их особенности и субъектный состав, а также определить перспективы совершенствования финансового правового регулирования.

Процесс осуществления заимствований регионами на рынке ценных бумаг видится весьма затруднительным. Эмиссия государственных ценных бумаг субъекта РФ отличается большим объемом необходимых в силу закона действий по подготовке и принятию целого ряда региональных актов, а также требует определенного взаимодействия с организациями, способствующими такой эмиссии. Это может вызывать затруднения для субъектов РФ, потенциально желающих осуществить эмиссию государственных ценных бумаг.

В Докладе для общественных консультаций «Допуск финансовых инструментов на рынок: направления оптимизации» Банк России подчеркивает, что «расширению возможности долгового и долевого финансирования

участниками финансового рынка и повышению эффективности имеющихся механизмов привлечения инвестиций должно способствовать снижение финансовых и временных издержек на осуществление эмиссионных процедур»[1].

Более того, Банк России «полагает возможным и целесообразным снизить уровень предусмотренных действующим регулированием требований к процедурам эмиссии и обязательной регистрации регулятором или регистрирующими организациями выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг при сохранении надлежащего уровня защиты инвесторов»[2]. В отношении отдельных выпусков ценных бумаг Банк России предлагает проводить их регистрацию соответствующими регистрирующими организациями либо отказаться от необходимости регистрации выпусков.

Упомянутый доклад Банка России ориентирован на упрощение эмиссии ценных бумаг, порядок выпуска которых урегулирован Законом о рынке ценных бумаг. Пункт 4 статьи 19 Закона закрепляет, что процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, а также условия их размещения регулируются федеральными законами или в порядке, установленном федеральными законами. Таковым является Бюджетный кодекс РФ.

Вместе с тем меры, предлагаемые для упрощения порядка эмиссии ценных бумаг, могут быть актуальны и для субъектов РФ. Более того, такие упрощения логично применить в первую очередь именно при разрешении вопроса о порядке эмиссии ценных бумаг публично-правовых образований, поскольку последние обладают сравнительно низким риском. В основу предлагаемых Банком России инициатив положен риск-ориентированный подход, предусматривающий, что рассмотрение и допуск на финансовый рынок выпусков ценных бумаг, чувствительных с точки зрения потенциальных рисков для широкого круга инвесторов, будут осуществляться непосредственно регулятором.

---

[1] Упрощение эмиссии ценных бумаг: доклад Банка России // Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. URL: https://www.cbr.ru/press/event/?id=28320 (дата обращения: 04.12.2025).

[2] Упрощение эмиссии ценных бумаг: доклад Банка России // Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. URL: https://www.cbr.ru/press/event/?id=28320 (дата обращения: 04.12.2025).

Публично-правовые образования отвечают по своим обязательствам, принадлежащим им на праве собственности имуществом. Более того, субъекты РФ никогда не допускали дефолта по собственным ценным бумагам, что также может расцениваться как маркер высокой надежности публично-правового образования как эмитента.

Применительно к публично-правовым образованиям сокращение количества принимаемых актов может способствовать упрощению процесса эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, но такое упрощение справедливо применить в первую очередь в отношении субъектов с высокой долговой устойчивостью. Так, в соответствии со статьей 107.1 Бюджетного кодекса РФ Министерством финансов РФ осуществляется оценка долговой устойчивости субъектов РФ в порядке, установленном постановлением Правительства РФ от 4 марта 2020 г. № 227 «Об утверждении Правил проведения оценки долговой устойчивости субъектов Российской Федерации» (в ред. от 29 мая 2026 г.)[1].

В пояснительной записке к проекту федерального закона «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации в целях совершенствования правового регулирования отношений в сфере государственных (муниципальных) заимствований, управления государственным (муниципальным) долгом и государственными финансовыми активами Российской Федерации» отмечалось, что классификация указанных публично-правовых образований по группам риска будет являться основанием для предъявления к ним требований различной степени жесткости[2]. Такой подход

[1] См.: СЗ РФ. 2020. № 10, ст. 1349; 2026. № 22, ст. 2880.

[2] Законопроект № 609452-7 «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации в целях совершенствования правового регулирования отношений в сфере государственных (муниципальных) заимствований, управления государственным (муниципальным) долгом и государственными финансовыми активами Российской Федерации и признании утратившим силу Федерального закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» // Система обеспечения законодательной деятельности. URL: https://sozd.duma.gov.ru/bill/609452-7 (дата обращения: 15.05.2026).

соответствует целям защиты потенциальных инвесторов в ценные бумаги субъектов РФ.

С учетом изложенного предлагается:

1) отказаться от принятия акта об установлении предельного объема размещения государственных ценных бумаг субъекта РФ. Соответствующую информацию возможно включить в Программу государственных внутренних и внешних заимствований субъектов Российской Федерации (приложение к закону о бюджете субъекта РФ);

2) отказаться от принятия Генеральных условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта РФ. Информацию об этом возможно разместить в Условиях эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта РФ;

3) отказаться от государственной регистрации Условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта РФ.

Представленные меры заметно упростят процедуру эмиссии не только в части уменьшения административных издержек, но и в части сроков, необходимых ранее для реализации соответствующих мероприятий. Вместе с тем требуют обновления, в особенности в свете предлагаемых изменений, такие методические документы Минфина России, как Рекомендации по проведению субъектами Российской Федерации ответственной заемной/долговой политики (2015 г.), а также Методические рекомендации для субъектов Российской Федерации по осуществлению заимствований на финансовых рынках (2021 г.).

В упомянутом ранее докладе Банк России в качестве возможного направления рассматривает развитие цифровых облигаций как перспективный способ размещения. Перспективность обусловлена фактором потенциального снижения не столько административных, сколько материальных издержек.

Таким образом, нормативно-правовое регулирование процесса эмиссии облигаций субъекта РФ не является цельным и носит дифференцированный характер: часть норм содержится непосредственно в Бюджетном кодексе РФ, другая часть – в иных федеральных законах и подзаконных актах. Методические

рекомендации для субъектов Российской Федерации по осуществлению заимствований на финансовых рынках 2021 г. на настоящий момент требуют обновления. На основании анализа действующего законодательства и фактически складывающихся общественных отношений, возникающих в сфере организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, в целях превенции дальнейших проблемных ситуаций предложены следующие стадии эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ:

1) регламентация законом субъекта РФ порядка определения условий выпуска государственных ценных бумаг субъектов РФ; процедуры их выпуска; порядка определения агента по размещению государственных ценных бумаг субъекта РФ и иных лиц, обеспечивающих выпуск и обращение государственных ценных бумаг субъекта РФ; процедуры подготовки отчета об итогах эмиссии;

2) вступление в действие закона о региональном бюджете, определяющего размер дефицита регионального бюджета и выпуск государственных ценных бумаг субъекта РФ как источник их погашения;

3) принятие уполномоченным органом субъекта РФ решения о выпуске государственных ценных бумаг субъекта РФ;

4) регистрация выпуска и его размещение;

5) издание нормативного правового акта уполномоченного органа субъекта РФ, содержащего отчет об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ в прошедшем финансовом году;

6) представление отчета об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ в Министерство финансов РФ;

7) исполнение обязательств эмитента в течение срока обращения выпущенных государственных ценных бумаг субъекта РФ.

Видится целесообразным также упростить эмиссию государственных ценных бумаг субъектов РФ для регионов, обладающих высокой долговой устойчивостью, что укладывается в общую тенденцию упрощения доступа на рынок ценных бумаг для эмитентов. Предложены направления оптимизации данного процесса.

Рынок ценных бумаг как общественный институт активно развивается и эволюционирует. Изменения претерпевает и рынок региональных государственных ценных бумаг, который не существует в отрыве от финансовых рынков в целом и является предметом регулирования соответствующих правовых норм финансового (бюджетного) права. В связи с этим требуется изучение современного состояния рынка ценных бумаг (в том числе рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ), перспектив его развития, а также опыта организации субфедеральных ценных бумаг в зарубежных странах.

ГЛАВА 3. Рынок государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации на современном этапе

3.1. Генезис правового регулирования рынка ценных бумаг субъектов Российской Федерации, его состояние и перспективы развития

Рынок ценных бумаг в настоящее время динамично развивается и эволюционирует в условиях санкционных ограничений и выросшего спроса на долевое и долговое финансирование. Особого внимания заслуживает вопрос развития рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, в том числе на более ранних исторических этапах. Историческая ретроспектива позволит рассмотреть рынок государственных ценных бумаг как явление в динамике.

Генезис регионального рынка ценных бумаг, а также соответствующего правового регулирования нуждается в детальном рассмотрении, поскольку большую часть отечественной истории наша страна являла собой унитарное государство – речь идет в первую очередь о Российской империи, то есть о периоде с 1721 под 1917 г. Регионы (в связи с недостаточной автономностью) не имели необходимого количества полномочий для того, чтобы осуществлять самостоятельную финансовую политику, в том числе долговую.

В отношении советского периода (1917–1991) следует констатировать факт наличия признаков федеративного государства – Союза Советских Социалистических Республик. Действительно, республики в составе СССР проводили более активную финансовую деятельность, потому что располагали соответствующими полномочиями, но при этом имели место две существенные детали:

республики в составе СССР обладали особым статусом и, вероятно, он был ближе к государству, чем к региону в привычном понимании[1];

---

[1] См.: Основной Закон (Конституция) Союза Советских Социалистических Республик (утв. ЦИК СССР 6 июля 1923 г.) // СУ РСФСР. 1923. № 81, ст. 782; Конституция (Основной Закон) Союза Советских Социалистических Республик (утв. Постановлением Чрезвычайного VIII Съезда Советов СССР от 5 декабря 1936 г.) // Известия ЦИК СССР и ВЦИК. 1936. № 283; Конституция (Основной Закон) Союза Советских Социалистических Республик (принята ВС

госдолг всего Союза после распада СССР погашался Российской Федерацией.

Субфедеральный рынок ценных бумаг полноценно и массово начал формироваться лишь на современном этапе российского государства. На сегодняшний день состояние рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ во многом базируется на фундаменте, заложенном в период значительных изменений в экономике, праве и иных сферах жизни, что, в свою очередь, связано с распадом СССР.

Динамика развития регионального рынка ценных бумаг позволяет выявить характерные черты современного рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ. В отличие от федерального рынка государственных ценных бумаг, региональный рынок создавался практически с нуля[1], между тем государственные ценные бумаги субъектов РФ, их выпуск – один из инструментов для привлечения дополнительных средств в региональный бюджет (источник финансирования дефицита бюджета). Так, в пункте 1 статьи 95 Бюджетного кодекса РФ закреплено, что в состав источников внутреннего финансирования дефицита бюджета субъекта РФ включается, среди прочих, разница между средствами, поступившими от размещения государственных ценных бумаг субъекта РФ, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации, и средствами, направленными на их погашение.

В связи с этим предлагается дифференцировать периоды (этапы) эволюции рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ и его правового регулирования:

1. 1992–1997 гг. Этот период характеризуется началом выпуска рядом регионов различных ценных бумаг. Правовое регулирование на этом этапе отличалось некоторой спорадичностью. Строительство новой правовой системы,

---

СССР 7 октября 1977 г.) (в ред. от 14 марта 1990 г.) // Ведомости ВС СССР. 1977. № 41, ст. 617; Ведомости СНД СССР и ВС СССР. 1990. № 12, ст. 189.

[1] См.: *Соловьев А.Г.* Развитие регионального рынка ценных бумаг и оптимизация его функционирования: автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2000. С. 4.

в которой имеется не только государственная (муниципальная) собственность, но и частная, требовало времени.

2. 1998–2000 гг. Данный временной промежуток напрямую связан с долговым кризисом Российской Федерации (в 1998 г. в России объявлен дефолт), что несколько затормозило развитие правового регулирования рынка ценных бумаг субъектов РФ. Ряд правовых ограничений, связанных с эмиссией государственных (муниципальных) ценных бумаг, был принят именно после указанного периода.

3. 2001–2008 гг. В этот период вместе с ростом доходов всех бюджетов бюджетной системы РФ происходило, в том числе благодаря росту мировых цен на различные полезные ископаемые, бурное развитие рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ (вслед за увеличением расходов публично-правовых образований). Однако мировой финансовый кризис 2008 г. несколько притормозил развитие рынка ценных бумаг в целом и рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ в частности. Важнейшим элементом, послужившим, в числе прочих, причиной ускорения развития названного института, стал положительный эффект от вступления в действие Бюджетного кодекса РФ, а также Федерального закона от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»[1]. Следует заметить, что положительный эффект от действия последнего наступил позднее даты его принятия.

4. 2009–2019 гг. Данный этап характеризуется планомерным развитием рынка государственных ценных бумаг, в том числе на уровне субъектов РФ. Соответствующее правовое регулирование не претерпевало существенных изменений, совокупный объем заимствований, осуществленных субъектами РФ посредством эмиссии государственных ценных бумаг, рос планомерно[2]. В

---

[1] См.: СЗ РФ. 1998. № 31, ст. 3814; 2012. № 25, ст. 3269.

[2] См.: Государственный долг субъектов РФ // Единый портал бюджетной системы Российской Федерации «Электронный бюджет». URL: https://budget.gov.ru/Бюджет/Государственный-долг/Государственный-долг-субъектов-РФ (дата обращения: 01.04.2026).

последующий период необходимость в финансировании дефицита бюджетов субъектов РФ усилилась.

5. 2020 г. – настоящее время. Это период испытаний для экономики России и, как следствие, для всей бюджетной системы РФ. В 2020 г. отечественная экономика претерпела изменения в виде роста социальных расходов в связи с пандемией коронавируса, а с 2022 г. и по настоящее время наблюдаются дефициты бюджетов бюджетной системы РФ, а также в известной степени экономические сложности.

На сегодняшний день региональный рынок государственных ценных бумаг как общественный институт сформирован полностью. Основу его правового регулирования составляют Бюджетный кодекс РФ, Закон о рынке ценных бумаг, а также ряд других нормативных правовых актов. Однако, несмотря на подробную, хотя и несколько фрагментарную, регламентацию процесса эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, выпускаются они не всеми субъектами РФ.

На основании данных Единого портала бюджетной системы Российской Федерации «Электронный бюджет» (операторы портала – Минфин России, Казначейство России) по состоянию на июль 2026 г. из 87 субъектов РФ лишь 27 имеют государственный долг, образованный в связи с эмиссией государственных ценных бумаг. Безусловно, эмиссия ценных бумаг – право, а не обязанность субъекта РФ. Целью такой эмиссии выступает финансирование дефицита бюджета (на сегодняшний день большинство бюджетов субъектов РФ являются дефицитным).

В соответствии с законом города Москвы от 1 ноября 2025 г. № 39 «О бюджете города Москвы на 2026 год и плановый период 2027 и 2028 годов»[1] дефицит бюджета города составит 447 597 900,0 тыс. рублей. Согласно закону Саратовской области от 9 декабря 2025 г. № 95-ЗСО «Об областном бюджете на

[1] См.: Портал Москвы Mos.ru. URL: https://www.mos.ru/authority/documents/doc/56663220/ (дата обращения: 01.04.2026).

2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (в ред. от 20 августа 2026 г.)[1] дефицит бюджета Саратовской области составит 25 726 050,3 тыс. рублей. Исходя из текста закона Тамбовской области от 19 декабря 2025 г. № 766-З «О бюджете Тамбовской области на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (с изм. на 3 июля 2026 г.)[2], дефицит бюджета данного субъекта составит 6 500 000,0 тыс. рублей. В соответствии с законом Ленинградской области от 22 декабря 2025 г. № 173-оз «Об областном бюджете Ленинградской области на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов»[3] дефицит бюджета региона составит 27 718 396,6 тыс. рублей.

Из представленных данных видно, что бюджетам ряда субъектов РФ необходимы источники финансирования дефицита бюджета. Однако приведенные субъекты, за исключением города Москвы, не выпускают государственные ценные бумаги (как и многие другие субъекты РФ).

На основании данных Единого портала бюджетной системы Российской Федерации «Электронный бюджет», 100 % государственного долга Саратовской области составляют обязательства по бюджетным кредитам (44 662,54 млн рублей из 44 662,54 млн рублей), так же как в Тамбовской области (8 281,61 млн рублей из 8 281,61 млн рублей) и Ленинградской области (13 027,26 млн рублей из 13 027,26 млн рублей).

Причиной такой ситуации может являться низкая стоимость обслуживания бюджетных кредитов в условиях высокой ключевой ставки. Так, в соответствии со статьей 11 Федерального закона от 30 ноября 2024 г. № 419-ФЗ «О федеральном бюджете на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов» (в ред. от 4 ноября 2025 г.)[4] (далее – Федеральный закон № 419-ФЗ) стоимость бюджетного кредита (в зависимости от цели предоставления) составляет 3 %

---

[1] См.: Официальное опубликование правовых актов. URL: http://publication.pravo.gov.ru/document/6400202512160001 (дата обращения: 01.04.2026).

[2] См.: Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. URL: https://docs.cntd.ru/document/408117115 (дата обращения: 01.04.2026).

[3] См.: Официальное опубликование правовых актов. URL: http://publication.pravo.gov.ru/document/4700202512230017 (дата обращения: 01.04.2026).

[4] См.: Российская газета. 2024. 5 дек.; 2025. 14 нояб.

годовых или 0,1 % годовых. В случае нарушения условий предоставления бюджетных кредитов плата за пользование ими может быть увеличена до 6 % годовых. Бюджетные кредиты, получаемые субъектами РФ, практически беспроцентные, в отличие от коммерческих кредитов[1].

Видится целесообразным провести сравнительный анализ стоимости обслуживания бюджетных кредитов и стоимости обслуживания кредитов, привлеченных от кредитных организаций, а также стоимости обслуживания государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Стоимость обслуживания таких рыночных инструментов напрямую зависит от ключевой ставки Банка России, которая в условиях санкционного давления длительное время являлась двухзначной. Кроме того, стоимость рыночных заимствований, как правило, даже выше, чем процентная ставка Банка России.

Разделение заимствований на рыночные и нерыночные в Бюджетном кодексе РФ отсутствует. Между тем на практике сложилось мнение о таком разграничении. Например, в Методических рекомендациях для субъектов РФ по осуществлению заимствований на финансовых рынках, разработанных Минфином России, упоминаются «рыночные заимствования». Речь идет обо всех заимствованиях, за исключением бюджетных кредитов, из чего можно сделать вывод, что бюджетные кредиты – это нерыночные заимствования (по крайней мере по мнению указанного исполнительного органа власти).

В отчете о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ изменения состояния государственного долга субъектов Российской Федерации и эффективности использования бюджетных кредитов, предоставленных из федерального бюджета в 2022–2024 годах» (утвержден Коллегией Счетной палаты Российской Федерации 19 июня 2025 г.)[2] прямо указываются рыночные

---

[1] См.: *Швецова И.В.* Бюджетное кредитование как самостоятельное направление финансовой деятельности публично-правовых образований в Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук. Саратов, 2023. С. 4.

[2] См.: Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ изменения состояния государственного долга субъектов Российской Федерации и эффективности использования бюджетных кредитов, предоставленных из федерального бюджета в 2022–2024 годах» // Официальный сайт Счетной палаты Российской Федерации. URL:

заимствования – банковские кредиты и государственные ценные бумаги. Наконец, в статье 12 Федерального закона № 419-ФЗ применена следующая формулировка: «доля долговых обязательств по рыночным заимствованиям». Из текста Закона видно, что речь идет о заимствованиях, которые не являются бюджетными кредитами, то есть подразумеваются кредиты от коммерческих организаций, а также заимствования, осуществляемые с помощью эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ.

«Нерыночность» бюджетных кредитов также подтверждается практикой их списания. Так, в соответствии с распоряжением Правительства РФ от 20 августа 2025 г. №2259-р[1] списана часть задолженности по бюджетным кредитам Республики Башкортостан, Республики Ингушетия, Удмуртской Республики, Республики Хакасия, Астраханской, Костромской, Пензенской, Саратовской и Томской областей перед Российской Федерацией. Безусловно, выбор именно бюджетных кредитов как источника финансирования дефицита бюджета с точки зрения субъектов РФ выглядит правильным и рациональным. Однако если взглянуть на данные правоотношения с другой стороны – со стороны Российской Федерации – можно сделать вывод, что бюджетные кредиты осуществляются за счет федерального бюджета. Государство предоставляет бюджетные кредиты субъектам РФ по льготным ставкам, что укладывается в парадигму единства системы публичной власти в Российской Федерации (что, к слову, закреплено в Конституции РФ).

В то же время, согласно Федеральному закону от 5 декабря 2022 г. № 466-ФЗ «О федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов»[2], Федеральному закону от 27 ноября 2023 г. № 540-ФЗ «О федеральном

---

https://ach.gov.ru/upload/iblock/0c7/wg5d7vv6exdddw1urdeg06ao6pz3sd76/Otchet_Gosdolg.pdf (дата обращения: 01.03.2026).

[1] Распоряжение Правительства РФ от 20 августа 2025 г. № 2259-р «О списании задолженности Республики Башкортостан, Республики Ингушетия, Удмуртской Республики, Республики Хакасия, Астраханской области, Костромской области, Пензенской области, Саратовской области и Томской области перед Российской Федерацией по бюджетным кредитам» // СЗ РФ. 2025. № 35, ст. 5251.

[2] См.: Официальный сайт Правительства России. URL: http://government.ru/docs/all/144850/ (дата обращения: 11.01.2026).

бюджете на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов»[1], Федеральному закону № 419-ФЗ[2], Федеральному закону от 28 ноября 2025 г. № 426-ФЗ «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов»[3], бюджеты Российской Федерации с 2023 по 2026 г. приняты с дефицитом, а следовательно, уже Российской Федерации приходится использовать источники финансирования дефицита бюджета. При этом среди источников финансирования дефицита федерального бюджета на 2025 год в Федеральном законе № 419-ФЗ среди прочих названа разница между средствами, поступившими от размещения государственных займов, которые осуществляются путем выпуска государственных ценных бумаг от имени Российской Федерации и номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, и средствами, направленными на их погашение, в размере 5 564 936 493,5 тыс. рублей.

Таким образом, рыночная стоимость обслуживания государственного долга трансформируется в дополнительную нагрузку на федеральный бюджет. Между тем бюджетный кредит, вытесняя государственные ценные бумаги субъектов РФ как источник финансирования дефицита бюджета (статистика будет приведена далее), деактуализирует для регионов рыночные инструменты привлечения денежных средств для вышеуказанных целей. Кроме того, физические и юридические лица лишаются возможности участия в размещении государственных ценных бумаг таких субъектов РФ, что не соответствует целям развития рынка ценных бумаг. Подобные цели неоднократно озвучивались Президентом РФ[4], а также закреплены в нормативных правовых актах стратегического характера[1].

---

[1] См.: Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=305117-federalnyi_zakon_ot_27.11.2023__540-fz_o_federalnom_byudzhete_na_2024_god_i_na_planovyi_period_2025_i_2026_godov (дата обращения: 11.01.2026).

[2] См.: Официальный сайт Правительства России. URL: http://government.ru/docs/all/156651/ (дата обращения: 11.01.2026).

[3] См.: Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. URL: https://docs.cntd.ru/document/1314634875 (дата обращения: 11.01.2026).

[4] См.: Путин: капитализация фондового рынка должна вырасти примерно вдвое к 2030 году // Информационное агентство ТАСС. URL: https://tass.ru/ekonomika/22574063 (дата

На сегодняшний день бюджетный кредит выступает и как вид финансовой поддержки, оказываемой из бюджетных средств, и как способ управления денежной ликвидностью на различных этапах развития данного института, и как особый самостоятельный вид финансовой деятельности публично-правовых образований[2]. Это предопределяет наличие различных подходов к правовому регулированию общественных отношений, складывающихся по поводу соответствующих видов государственного долга.

Разница в подходах воплощается посредством принятия нормативных правовых актов. Так, в соответствии с Федеральным законом от 26 июня 2026 г. № 195-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации»[3] изменениями, внесенными в Бюджетный кодекс РФ, предусмотрена отсрочка погашения регионами бюджетных кредитов. В частности, с 2026 на 2030 г. переносится для регионов начало погашения одной трети задолженности по бюджетным кредитам, исходя из действующих на 1 марта 2024 г. графиков ее погашения (заканчивается этот период в 2036 г.). Кроме того, в доктрине финансового права сложилась позиция, согласно которой бюджетное кредитование является самостоятельным направлением финансовой деятельности публично-правовых образований в Российской Федерации[4].

Таким образом, разница в подходах к правовому регулированию рыночного и нерыночного государственного долга субъектов РФ должна быть закреплена на

обращения: 10.10.2025); Послание Президента РФ Федеральному Собранию от 29 февраля 2024 г. // Российская газета. 2024. 1 марта.

[1] См.: Указ Президента РФ от 7 мая 2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» // СЗ РФ. 2024. № 20, ст. 2584; Указ Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008 «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации» (в ред. от 16 октября 2000 г.) // СЗ РФ. 1996. № 28, ст. 3356; 2000. № 43, ст. 4233; распоряжение Правительства РФ от 29 октября 2022 г. № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года» (в ред. от 21 декабря 2023 г.) // СЗ РФ. 2023. № 1, ч. 3, ст. 476; 2023. № 52, ст. 9722.

[2] См.: *Швецова И.В.* Бюджетное кредитование как самостоятельное направление финансовой деятельности публично-правовых образований в Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук. Саратов, 2023. С. 7.

[3] См.: Официальное опубликование правовых актов. URL: http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202606260034 (дата обращения: 10.10.2025).

[4] См.: *Швецова И.В.* Указ. соч. С. 197.

уровне нормативного правового акта посредством разграничения «рыночных» и «нерыночных» заимствований.

Вместе с тем важно подчеркнуть, что бюджетный кредит, в отличие от средств, полученных в результате эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, допустимо использовать в производственных целях, то есть для финансирования конкретных проектов. Так, статья 93.3 Бюджетного кодекса РФ закрепляет, что цели предоставления бюджетных кредитов и размеры платы за пользование бюджетными кредитами устанавливаются федеральным законом о федеральном бюджете. В свою очередь, в соответствии со статьей 11 Федерального закона от 28 ноября 2025 г. № 426-ФЗ «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» Федеральное казначейство вправе предоставить бюджетам субъектов РФ бюджетные кредиты на финансовое обеспечение реализации инфраструктурных проектов. Государственные заимствования по государственным ценным бумагам субъектов РФ осуществляются в непроизводственных целях (финансирование дефицита бюджета, погашение долговых обязательств), из чего следует, что основное назначение региональных государственных ценных бумаг сводится к непроизводственному использованию для финансирования текущих расходов бюджета и не сопряжено с целями социально-экономического развития региона[1]. Иными словами, средства, поступающие в бюджет субъекта РФ в результате эмиссии ценных бумаг, не направляются для целей расширенного воспроизводства.

Более того, формулировка «финансирование дефицита бюджета» носит абстрактный характер, что позволяет осуществлять региональные заимствования в целях покрытия текущих расходов, результатом чего может являться рост регионального долга без одновременного развития социально-экономической сферы[2].

---

[1] См. подробнее: *Ишутина О.В.* Государственные и муниципальные ценные бумаги: вопросы правовой идентификации: дис. ... канд. юрид. наук. Красноярск, 2004.

[2] См.: *Богданова А.В.* Правовое регулирование государственного кредита субъекта Российской Федерации: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. М., 2017.

При непроизводительном использовании мобилизованных в результате государственных займов капиталов единственным источником их погашения становятся налоги либо новые займы, что в конечном счете может усилить тяжесть налогового бремени[1]. Возможность использования государственных ценных бумаг субъектов РФ в производственных целях способна положительно повлиять на социально-экономическое развитие регионов.

Возвращаясь к вопросу о современном состоянии рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, отметим, что финансовая деятельность государства – это осуществление им функций по планомерному образованию (формированию), распределению и использованию денежных фондов (финансовых ресурсов) в целях обеспечения реализации задач социально-экономического развития, обороноспособности и безопасности страны, а также деятельности государственных органов[2]. В рамках образования денежных фондов регионы в части привлечения заимствований на рынке государственных ценных бумаг субъектов РФ могут быть ограничены в своей финансовой деятельности нормативными правовыми актами (или их отсутствием). Эмиссия государственных ценных бумаг субъектами РФ может получить новый виток при наличии альтернативных способов привлечения временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц.

В статье 94 Бюджетного кодекса РФ среди источников финансирования дефицита бюджета указывается разница между средствами, поступившими от размещения государственных ценных бумаг РФ, номинальная стоимость которых указана в российской валюте, и средствами, направленными на их погашение (включается в состав источников внутреннего финансирования дефицита федерального бюджета). Публично-правовое образование в этом случае имеет правовой инструментарий, позволяющий нарастить расходы в целях расширенного воспроизводства, а также в иных целях. Будучи эмитентом по

---

[1] См.: Финансы: учебник для вузов / под ред. проф. Л.А. Дробозиной. М.: ЮНИТИ, 2002. С. 186.

[2] См.: Финансовое право: учебник / отв. ред. Н.И. Химичева, Е.В. Покачалова. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Норма: ИНФРА-М, 2020. С. 87.

таким публичным ценным бумагам, публично-правовое образование обслуживает соответствующие облигации, то есть выплачивает проценты и погашает ценные бумаги, используя инфраструктуру рынка ценных бумаг[1].

Кроме того, статья 94 Бюджетного кодекса РФ закрепляет, что в состав иных источников внутреннего финансирования дефицита федерального бюджета включаются, среди прочих, поступления от продажи акций и иных форм участия в капитале, находящихся в собственности Российской Федерации. Этот источник финансирования дефицита бюджета примечателен тем, что поступления происходят таким же образом, как и в случае эмиссии ценных бумаг, то есть с использованием рынка ценных бумаг, но в данном случае речь идет не о привлечении долговых средств, а об участии в капитале. Аналогичное правовое положение закреплено и в статье 95 «Источники финансирования дефицита бюджета субъекта Российской Федерации» Бюджетного кодекса РФ.

Расходы бюджета (увеличенные за счет наращивания дефицита бюджета) могут быть направлены на расширенное воспроизводство, то есть на рост экономики, за счет которого, в свою очередь, будут исполняться обязательства, например по выпущенным ценным бумагам. Такой государственный долг – общемировая практика[2]. В настоящее время возникают альтернативные инструменты, позволяющие достичь цели привлечения долговых средств иными способами.

Так, в сфере частных финансов появились платформы – альтернативы рынку ценных бумаг. Среди них можно отметить краудфандинговые платформы. Краудфандинг – вид альтернативного инвестирования, при котором инвесторы предоставляют небольшие суммы финансирования проектам, находящимся на ранних стадиях развития, посредством инвестиционных платформ[3]. Такой способ

---

[1] См.: *Шумилов В.М., Лифшиц И.М.* Международное финансовое право: учебник. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юстиция, 2017. С. 213.

[2] См.: *Головачев Д.Л.* Государственный долг: теория, российская и мировая практика / под ред. М.А. Сажиной. М.: ЧеРо, 1998. С. 15.

[3] См.: Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов // Официальный сайт Банка России. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/143773/onfr_2023-2025.pdf (дата обращения: 27.04.2025); Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг //

инвестирования возник в противовес классическому рынку ценных бумаг как альтернативный источник финансирования проектов.

Краудфандинг упрощает доступ к капиталу, в том числе за счет более низких финансовых и организационных издержек по сравнению с классическим рынком ценных бумаг. Правовое регулирование краудфандинга вызывает особый интерес, потому что его правовая основа в целом выстроилась с опозданием, а также продолжает оставаться заметной потребность в регулировании его отдельных сегментов, которые развиваются, как правило, с молниеносной скоростью[1]. Кроме того, отсутствие законодательства является одним из важнейших факторов, сдерживающих развитие рынка краудфандинга[2]. Действительно, с момента первого упоминания краудфандинга в Перечне основных мероприятий государственной программы Российской Федерации «Экономическое развитие и инновационная экономика», утвержденной постановлением Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 316[3], и до принятия Федерального закона от 2 августа 2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»[4] (далее – Федеральный закон № 259-ФЗ), регулирующего указанную сферу общественных отношений, прошло более пяти лет. Между тем представленная форма привлечения инвестиций может быть рассмотрена с точки зрения публичных финансов.

Официальный сайт Банка России. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/112055/Consultation_Paper_200811.pdf (дата обращения: 27.04.2025).

[1] См.: *Островская Н.Б., Шамионов А.Р.* Трансформация источников финансирования проектов субъектов малого и среднего предпринимательства в условиях цифровизации экономики // Юрист. 2022. № 6. С. 20.

[2] См.: *Мельникова В.А., Первышов Е.А.* Краудфандинг как форма коллективного инвестирования: финансово-правовые аспекты // Правовая политика и правовая жизнь. 2021. № 4. С. 85.

[3] Постановление Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 316 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации "Экономическое развитие и инновационная экономика"» (в ред. от 10 февраля 2026 г.) // СЗ РФ. 2014. № 18, ч. 2, ст. 2162; 2026. № 7, ст. 682.

[4] См.: Федеральный закон от 2 августа 2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в ред. от 4 августа.2026 г.) // СЗ РФ. 2019. № 31, ст. 4418; 2026. № 32, ст. 4480.

Наиболее актуальным такой альтернативный способ привлечения временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц может быть для субъектов РФ и муниципальных образований – в связи с малым объемом средств, необходимых для реализации тех или иных проектов, решения публичных задач, стоящих перед публично-правовыми образованиями соответствующего уровня. Среди видов краудфандинга можно выделить следующие:

краудинвестинг – разновидность краудфандинга, при которой инвесторы предоставляют финансирование проектам в обмен на долю участия в проекте[1];

краудлендинг – разновидность краудфандинга, при которой инвесторы предоставляют краткосрочные займы юридическим и физическим лицам[2];

краудревординг – разновидность краудфандинга, при которой инвесторы предоставляют финансирование проектам в обмен на продукты или услуги, получаемые при реализации проекта[3].

Как видно из приведенных определений из глоссария Банка России, главным различием между видами краудфандинга выступают условия финансирования проектов. Краудинвестинг предполагает передачу права собственности (долю участия в проекте) в обмен на финансирование, что отдаленно напоминает один из видов эмиссионных ценных бумаг на рынке ценных бумаг – акции (инструмент долевого финансирования). Между тем, как отмечалось ранее, согласно статье 94 Бюджетного кодекса РФ, в состав иных источников финансирования дефицита федерального бюджета включаются поступления от продажи акций и иных форм участия в капитале, находящихся в собственности Российской Федерации. Аналогичным образом изложена статья 95 «Источники финансирования дефицита бюджета субъекта Российской Федерации» Бюджетного кодекса РФ.

---

[1] См.: Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг // Официальный сайт Банка России. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/112055/Consultation_Paper_200811.pdf (дата обращения: 27.04.2025).

[2] См.: Там же.

[3] См.: Там же.

Краудлендинг отдаленно напоминает облигации, поскольку в его рамках осуществляется заем (долговое финансирование), в связи с чем данный вид краудфандинга не представляет особого интереса для целей настоящего исследования. Сегодня на практике уже реализуются правовые нормы, в соответствии с которыми публично-правовые образования могут привлекать временно свободные денежные средства через эмиссию публичных ценных бумаг – облигаций, однако сложности взаимодействия с инфраструктурой рынка ценных бумаг несколько затрудняют такую эмиссию. Прохождение процедур (рассмотренных ранее), требующих взаимодействия с профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также осуществление иных действий, необходимость совершения которых напрямую связана с деятельностью по выпуску публичных ценных бумаг, значительно увеличивает административные и иные издержки.

При наличии потребности в оптимизации упомянутых процедур с целью упрощения доступа к рынку ценных бумаг для публично-правовых образований могут быть предложены следующие меры. Для субъектов РФ и муниципальных образований в связи с их гораздо меньшей потребностью во временно свободных денежных средствах физических и юридических лиц (в абсолютных значениях) видится возможным упростить процедуру эмиссии публичных ценных бумаг: через механизм краудфандинга или через оптимизацию процедуры эмиссии на классических рынках (посредством уменьшения количества актов, принятие которых необходимо в силу закона) – вопрос для творческого осмысления соответствующих представительных органов.

Упрощенный порядок эмиссии за счет оптимизации необходимых процедур выпуска публичных ценных бумаг видится логичным, поскольку снизит значительную административную нагрузку, выполнение которой в виде трудовых обязанностей ложится на должностных лиц соответствующего публично-правового образования. Указанные лица не всегда могут иметь достаточный уровень квалификации, требуемый для успешной эмиссии публичных ценных бумаг. Это касается преимущественно муниципальных образований. Так, на

настоящий период в Российской Федерации только четыре муниципальных образования имеют актуальный муниципальный долг, образовавшийся в связи с эмиссией муниципальных ценных бумаг: Краснодар (ISIN: RU000A102KT9)[1], Красноярск (ISIN: RU000A1029G6)[2], Новосибирск (ISIN: RU000A0JWHW8, RU000A100WF7, RU000A0ZYH93)[3], Томск (ISIN: RU000A102LR1, RU000A10A6J1)[4].

Вероятно, с учетом того, какие ограничения в вопросах долговой политики на сегодняшний день наличествуют в действующем законодательстве, теоретическое право субъектов РФ и муниципальных образований производить эмиссию в обход необходимых процедур не окажет негативного влияния на долговую устойчивость таковых и на стабильность рынка ценных бумаг в целом.

Актуальным видится такой механизм привлечения денежных средств, как краудревординг. По сути он представляет собой финансирование проекта взамен на продукты и услуги, полученные в результате реализации такого проекта. Субъекты РФ, а также муниципальные образования могут быть заинтересованы в таком механизме привлечения временно свободных денежных средств физических и юридических лиц (проживающих или осуществляющих свою деятельность на территории соответствующего публично-правового образования), поскольку краудревординг не порождает классические долговые обязательства (госдолг в денежном выражении).

---

[1] См.: Постановление администрации муниципального образования город Краснодар Краснодарского края от 18 декабря 2020 г. № 5547 «Об утверждении решения об эмиссии выпуска муниципальных ценных бумаг в виде облигаций муниципального образования город Краснодар 2020 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» // Краснодарские известия. 2020. № 146.

[2] См.: Постановление администрации города Красноярска Красноярского края от 13 октября 2020 г. № 817 «Об утверждении Решения об эмиссии выпуска муниципальных ценных бумаг города Красноярска 2020 года» // Городские новости. 2020. № 119.

[3] См.: Постановление мэрии города Новосибирска от 15 ноября 2017 г. № 5143 «Об утверждении решения об эмиссии муниципальных облигаций города Новосибирска 2017 года (в форме документарных ценных бумаг на предъявителя) с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» // Бюллетень органов местного самоуправления города Новосибирска. 2017. № 49.

[4] См.: Постановление администрации города Томска Томской области от 18 декабря 2020 г. № 1094 «Об утверждении Решения об эмиссии среднесрочных облигаций Томского городского займа 2020 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» // Сборник официальных материалов муниципального образования «Город Томск». 2020. № 62.

В соответствии со статьей 2 Закона о рынке ценных бумаг облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение в предусмотренный в ней срок от эмитента облигации ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Согласно статье 121.2 Бюджетного кодекса РФ, государственные (муниципальные) ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций в документарной или бездокументарной форме, удостоверяющих право их владельца на получение от эмитента данных ценных бумаг денежных средств или, в зависимости от условий эмиссии, иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями указанной эмиссии.

В представленном механизме краудревординга порождались бы иные обязательства – иной имущественный эквивалент (иное имущество, иные имущественные права): будущая скидка на товар/услугу, сам товар/услуга, иные блага, полученные в результате реализации проекта на средства, привлеченные в рамках краудревординга.

Например, городом Москвой выпущены «зеленые» облигации. Доходы, поступившие в бюджет от их продажи, будут направлены на развитие проектов, оказывающих благотворное влияние на окружающую среду, а также на общественный транспорт[1]. Средства, полученные в ходе такого рода эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, позволят осуществить финансирование закупки «зеленого» общественного транспорта[2]. В рамках же краудревординга публично-правовое образование имело бы возможность предложить заинтересованным лицам софинансирование закупки «зеленого» общественного транспорта взамен, например, на проездной билет на

[1] См.: Постановление Правительства Москвы от 27 апреля 2021 г. № 513-ПП «Об утверждении Решения об эмиссии семьдесят четвертого выпуска облигаций Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы // Портал Москвы. URL: https://www.mos.ru/authority/documents/doc/46392220/ (дата обращения: 30.04.2025).

[2] См., например: На доходы от размещения зеленых облигаций Москва закупила 451 электробус // Интерфакс. URL: https://www.interfax.ru/moscow/956527 (дата обращения: 30.04.2025); Продажа зеленых облигаций позволила закупить для Москвы 51 электробус – Собянин // Официальный портал Мэра и Правительства Москвы. URL: https://www.mos.ru/mayor/themes/10676050/ (дата обращения: 30.04.2025).

определенный срок, то есть вместо формирования долговых обязательств в денежном выражении по соответствующим ценным бумагам публично-правовое образование передало бы иное материальное благо (имущественный эквивалент) – товар/услугу. Этот способ представляет интерес не только по причине снижения долговой нагрузки (хотя предоставление таких общественных благ несет в себе экономические издержки, которые, впрочем, можно просчитать), но и ввиду возможности привлечь граждан к вопросам публичных финансов, стимулировать развитие инициативного бюджетирования и общественного финансового контроля.

Другой пример: муниципальное образование город Краснодар выпустило муниципальные ценные бумаги – облигации[1] с целью решения вопроса финансирования дорожного фонда[2]. В рамках краудревординга публично-правовое образование могло бы предложить заинтересованным лицам, например, софинансировать строительство платной дороги. При таком виде финансирования заинтересованные лица получили бы право бесплатного проезда по этой платной дороге на определенный срок. Так же, как и в примере с г. Москвой, г. Краснодар (одно из четырех муниципальных образований в России, выпускающих муниципальные ценные бумаги) смог бы альтернативно профинансировать реализацию необходимых общественных проектов. Таким образом, за счет временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц бремя финансирования значительно облегчалось бы без образования «классических» обязательств.

Представленные примеры, безусловно, носят теоретический характер, они приводятся с целью рассмотрения самой возможности наличия такого механизма. В рамках этого механизма публично-правовое образование не берет на себя

---

[1] См.: Постановление администрации муниципального образования город Краснодар Краснодарского края от 18 декабря 2020 г. № 5547 «Об утверждении решения об эмиссии выпуска муниципальных ценных бумаг в виде облигаций муниципального образования город Краснодар 2020 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга».

[2] См.: Глава Краснодара определил приоритетные дороги для строительства и ремонта за счет муниципальных облигаций // Официальный интернет-портал администрации муниципального образования город Краснодар и городской Думы Краснодара. URL: https://krd.ru/novosti/glavnye-novosti/news_28122020_141502/ (дата обращения: 02.05.2025).

классические долговые обязательства (как в случае с выпуском облигаций), предлагая взамен некий имущественный эквивалент, а заинтересованные лица имеют возможность поучаствовать в реализации социально значимых проектов на территории публично-правового образования, а также получать некоторые блага от реализации такого проекта.

Кроме того, участие заинтересованных лиц в краудревординге может являться формой вовлечения в партисипаторное бюджетирование, а не только иметь коммерческую цель, даже несмотря на возможность получения продуктов или услуг, доступных при реализации проекта.

Экономическое содержание краудревординга предполагает межотраслевое правовое регулирование возникающих общественных отношений при использовании данного инструмента для целей финансирования региональных проектов. К предмету финансово-правового регулирования могут быть отнесены отношения по аккумуляции денежных средств в целевые фонды краудревординга, их распределению и использованию, а также по осуществлению государственного финансового контроля за движением финансовых ресурсов. По своей финансово-правовой природе данные отношения имеют сходство с институтами самообложения граждан и инициативным бюджетированием. Включение краудревординга в данные институты направлено, с одной стороны, на более широкое вовлечение граждан и организаций в софинансирование публично-значимых проектов, с другой – на повышение прозрачности и эффективности использования финансовых ресурсов.

Инициативное бюджетирование представляет собой форму демократии[1] и предполагает вовлечение в бюджетный процесс граждан, объединенных идеологией гражданского участия, а также выступает сферой государственного и муниципального регулирования участия населения в определении и выборе проектов, финансируемых за счет средств соответствующих бюджетов, и последующем контроле за реализацией отобранных проектов со стороны

[1] См.: *Кучеров И.И., Поветкина Н.А. и др.* Цифровой контур публичных финансов и право: науч.-практ. пособие. М.: Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации; Юриспруденция, 2022. С. 100.

граждан[1]. Заинтересованные лица финансируют (либо софинансируют) реализацию проектов за счет собственных средств. Инвестирование в такие публичные ценные бумаги может рассматриваться как проявление социальной ответственности со стороны инвесторов[2]. Вместе с тем участие граждан в решении вопросов местного значения в целом следует оценить положительно, с учетом необходимости развития принципа демократизма в финансовом праве в условиях формирования социального государства[3].

В представленном примере заинтересованное лицо не просто является участником бюджетного процесса с правом выбора проекта и последующим контролем. Это в первую очередь инвестор, результатом инвестиций которого служит реализация проекта, поддержка развития субъекта РФ и условий жизни в рамках территории публично-правового образования, что в перспективе может стать социально одобряемым поведением.

Таким образом, развитие краудфандинга в сфере государственных и муниципальных финансов является перспективным. Краудревординг и вовсе видится инновационным (для публично-правовых образований) механизмом привлечения финансирования. С его помощью публично-правовое образование без возникновения денежных долговых обязательств имеет возможность финансировать необходимые проекты. Безусловно, краудревординг требует дополнительного изучения, а описанный механизм может работать только при внесении соответствующих правок в действующее законодательство. Краудфандинг и его виды – это не только механизм привлечения финансирования, но и платформа, на которой происходит привлечение указанного финансирования.

---

[1] См.: Методические рекомендации по подготовке и реализации практик инициативного бюджетирования в Российской Федерации (в ред. от 5 декабря 2023 г.) // СПС «КонсультантПлюс». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_372984/ (дата обращения: 02.05.2025).

[2] См., например: *Абазбекова А.А.* Особенности муниципальных ценных бумаг в современных условиях // Вестник Сибирского института бизнеса и информационных технологий. 2023. № 3.

[3] См.: *Смирнов Д.А.* Финансово-правовое регулирование инициативного бюджетирования в субъектах РФ // Правовая политика и правовая жизнь. 2021. № 1. С. 151.

Краудинвестинг же предполагает передачу права собственности (передачу доли участия в проекте) в обмен на финансирование, чего в истории России на уровне субъектов РФ прежде не встречалось. Между тем частичная приватизация части активов, принадлежащих на праве собственности субъекту РФ, видится положительным явлением, поскольку одновременно создает возможность инвестиций для физических и юридических лиц, а также позволяет субъекту РФ привлечь денежные средства, не образуя государственный долг или иные долговые обязательства. Гипотетически такая практика не может быть широко распространена в силу необходимости сохранения контрольного пакета акций тех или иных акционерных обществ субъекта РФ, а также в силу ограниченного количества таких гипотетических акционерных обществ.

Однако нельзя не отметить и тот позитивный эффект, который может сложиться в связи с практикой краудинвестинга: наличие акционеров из числа физических и юридических лиц способно положительно повлиять на эффективность финансовой деятельности акционерного общества за счет общественного контроля со стороны его частных участников, заинтересованных в коммерчески успешной деятельности общества. Более того, развитие рынка ценных бумаг – высокая цель, декларируемая на государственном уровне[1]. Вместе с тем публично-правовое образование также может приобретать ценные бумаги частных предприятий, что будет являться предоставлением бюджетных инвестиций[2].

Краудревординг, представляющий собой финансирование проекта в обмен на товары и услуги, полученные в результате реализации такого проекта, уникален, поскольку не был использован ни на одном уровне публичной власти в Российской Федерации (не является способом, предполагающим приватизацию или образование долга, что имело место в истории России).

---

[1] См.: Указ Президента РФ от 7 мая 2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года».

[2] См.: *Калинина И.А., Рыбакова С.В.* Инвестиционная деятельность Российской Федерации: правовой и управленческий аспекты // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: История и право. 2014. № 4. С. 33.

Даже в сфере финансирования частных проектов (без участия публично-правовых образований) данный вид финансирования обладает определенной новизной. Действительно, отношения «финансирование в обмен на товар (услугу)» представляют интерес в плане привлечения таких средств и для субъектов РФ. Предоставление блага, которое образовалось в результате реализации того или иного регионального проекта, лицам, осуществившим финансирование такого проекта, может оказаться наиболее дешевым (с точки зрения издержек) способом привлечения временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц. При наличии у субъектов РФ такой возможности имеет смысл произвести соответствующие расчеты.

В отношении привлечения временно свободных денежных средств физических и юридических лиц следует отметить, что краудревординг не порождает долг и не является займом в привычном смысле этого слова. Имеет место возмездность складывающихся отношений, поскольку инвестор в данном случае рассчитывает на положительный результат в виде товара или услуги. Это несколько напоминает правовую конструкцию, образующуюся в результате эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, однако правовая природа подобного рода финансирования двойственна: в гипотетически сложившейся ситуации, когда субъект РФ привлек денежные средства таким образом, публично-правовое образование одновременно осуществило заем (с вышеуказанной спецификой) и запросило софинансирование того или иного проекта, поскольку есть привязка к проекту, а точнее – к благу, которое потенциально будет получено инвесторами.

Вместе с тем краудревординг имеет общие черты с классическими облигациями (тоже образует своего рода долг), но едва ли будет использовать инфраструктуру рынка ценных бумаг, либо последний сэволюционирует в сторону краудинвестинговых платформ или поглотит таковые. Во всяком случае представленные правовые конструкции смогут составить конкуренцию эмиссии государственных ценных бумаг субъектами РФ при наличии соответствующих изменений в действующем законодательстве.

Как отмечалось ранее, увеличение капитализации рынка ценных бумаг декларируется государством как цель на самом высоком уровне. Так, в пункте «г» подраздела 3 «Национальные интересы и рынок ценных бумаг» Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации[1] установлено, что «национальные интересы России, понимаемые как комплекс макроэкономических и макрополитических задач государства применительно к рынку капиталов, включают в себя, в частности: …повышение капитализации российских компаний и обеспечение устойчивой ценовой динамики на российском рынке ценных бумаг». Пункт «а» указанного подраздела также закрепляет «восстановление процесса расширенного воспроизводства и повышение его эффективности на основе мобилизации внутренних и внешних инвестиционных ресурсов»[2] как задачу государства на рынке капиталов.

В распоряжении Правительства РФ от 29 декабря 2022 г. № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года» (в ред. от 21 декабря 2023 г.)[3] (далее – распоряжение Правительства РФ № 4355-р) в разделе V «Индикаторы (показатели) реализации Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года» установлено: «ожидается, что отношение активов участников рынка ценных бумаг к валовому внутреннему продукту будет составлять 20–40 процентов в 2030 году».

Президент России в Послании Федеральному Собранию от 29 февраля 2024 г.[4] публично озвучил, что капитализация рынка ценных бумаг к 2030 г. должна составить 66 % ВВП. Данная цель в дальнейшем получила свое нормативное закрепление в Указе Президента РФ от 7 мая 2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года». Абзацем «е» пункта 6 установлены, среди прочих, следующие целевые показатели и задачи, выполнение которых характеризует достижение

---

[1] См.: Указ Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008 «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации» (в ред. от 16 октября 2000 г.) // СЗ РФ. 1996. № 28, ст. 3356; 2000. № 43, ст. 4233.

[2] Там же.

[3] См.: СЗ РФ. 2023. № 1, ч. 3, ст. 476; 2023. № 52, ст. 9722.

[4] См.: Российская газета. 2024. 1 марта.

национальной цели «Устойчивая и динамичная экономика»: «обеспечение роста капитализации фондового рынка не менее чем до 66 процентов валового внутреннего продукта к 2030 году и до 75 процентов валового внутреннего продукта к 2036 году, доли долгосрочных сбережений граждан в общем объеме их сбережений не менее чем до 40 процентов к 2030 году и до 45 процентов к 2036 году».

Стратегическая цель развития рынка ценных бумаг в целом закреплена в ряде нормативных правовых актов, что позволяет говорить о важности поставленной задачи. Капитализация представляет собой количество активов на рынке ценных бумаг, умноженное на их рыночную стоимость. Согласно распоряжению Правительства РФ № 4355-р, под такими активами понимаются чистые активы паевых инвестиционных фондов, собственные активы профессиональных участников – некредитных финансовых организаций, клиентские активы на брокерском обслуживании и в доверительном управлении как у кредитных, так и у некредитных финансовых организаций.

Для того чтобы решить задачу увеличения капитализации рынка ценных бумаг необходим либо рост оценочной стоимости уже обращаемых активов, либо рост числа активов на рынке ценных бумаг. Что касается роста оценочной стоимости, то согласно официальной информации на сайте Московской биржи[1], по состоянию на 1 ноября 2020 г. индекс Московской биржи[2], отражающий стоимость ценных бумаг, входящих в него, составлял 3 107,58 пункта; на 1 ноября 2025 г. он «закрылся» с показателем 2 525,68 пункта. Безусловно, данный индекс не является исчерпывающем, так как в него включается только часть акций, и не полностью отражает ситуацию на рынке ценных бумаг в целом. Однако тенденция к стагнации и даже снижению очевидна.

Цена активов формируется на основе баланса спроса и предложения. При изменении баланса в пользу спроса (при прочих равных) цена актива растет.

---

[1] См.: Индекс МосБиржи и Индекс РТС // Московская Биржа. URL: https://www.moex.com/ru/index/IMOEX (дата обращения: 01.04.2026).

[2] Представленный индекс является отражением динамики стоимости акций крупнейших публично торгуемых российских компаний, приводится как индикатор капитализации крупнейших российских компаний.

Изменение баланса возможно либо за счет роста спроса, либо за счет снижения предложения, либо при обоих вариантах сразу. Увеличить спрос возможно за счет роста числа инвесторов на рынке ценных бумаг, причем это отдельное направление деятельности, связанное также с вопросами финансовой грамотности.

Статья 3 Федерального закона от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» закрепляет в качестве одной из целей деятельности Банка России развитие финансового рынка Российской Федерации, частью которого, к слову, выступает рынок ценных бумаг. В статье 45.4 указанного Закона установлено, что Банк России во взаимодействии с Правительством РФ реализует мероприятия по повышению уровня финансовой грамотности населения и субъектов малого и среднего предпринимательства.

В соответствии с распоряжением Правительства РФ от 24 октября 2023 г. № 2958-р «Об утверждении Стратегии повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года»[1] устойчивое повышение качества и уровня жизни граждан требует повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры, обеспечения финансового благополучия граждан, осознанного использования ими финансовых продуктов и услуг, разумного принятия финансовых решений, инвестирования и управления рисками. В распоряжении также указано, что Стратегия призвана способствовать достижению национальных целей развития Российской Федерации, определенных Указом Президента РФ № 309. Именно в этом стратегическом нормативном правовом акте и закреплена, помимо прочих, цель роста капитализации рынка ценных бумаг.

В постановлении Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 320 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации "Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков"» (в ред. от 21 февраля 2026 г.)[2] также подчеркивается, что «эффективное и прозрачное

[1] См.: СЗ РФ. 2023. № 45, ст. 8091; 2025. № 42, ст. 6233.
[2] См.: СЗ РФ. 2014. № 18, ч. 3, ст. 2166; 2026. № 8, ст. 944.

управление общественными финансами – базовое условие для повышения уровня жизни населения, обеспечения устойчивого экономического роста, содействия инвестиционной активности…».

В соответствии с Основными направлениями развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов[1] «для повышения роли финансового рынка в формировании долгосрочных ресурсов важно расширение предложения всеми его сегментами качественных продуктов и инструментов, в том числе для долгосрочных сбережений и инвестиций, отвечающих потребностям граждан и бизнеса».

Представленные нормативные правовые акты позволяют сделать вывод о заинтересованности государства в росте инвестиций, в развитии финансовой грамотности и финансовой культуры, в увеличении капитализации рынка ценных бумаг. Как видно, активную деятельность в этом направлении ведут Минфин России и Банк России. Так, Банком России реализованы крупные проекты в сфере развития финансовой грамотности: создание в сети Интернет информационно-просветительского ресурса Fincult.info и учреждение Ассоциации развития финансовой грамотности (АРФГ)[2].

Таким образом, работа по повышению спроса на рынке ценных бумаг проводится, но лишь косвенно, поскольку развитие розничного инвестирования – долгосрочная задача. В то же время происходит трансформация рынка ценных бумаг, выраженная в многократном увеличении числа розничных инвесторов на данном рынке[3]. На рынке ценных бумаг функционируют различные крупные инвесторы, среди которых можно выделить:

1) НПФ – негосударственные пенсионные фонды[4];

2) ПИФ – паевые инвестиционные фонды[1];

---

[1] См.: СПС «КонсультантПлюс».

[2] См., например: *Соколова Е.А*. Административно-правовое регулирование функции Банка России по повышению финансовой грамотности населения: к постановке вопроса // Административное право и процесс. 2022. № 4.

[3] См.: *Карпов К.А.* Указ. соч. С. 3.

[4] В соответствии со статьей 24.1 Федерального закона от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» средства пенсионных накоплений могут быть инвестированы в различные активы на рынке ценных бумаг.

3) страховые организации. В соответствии со статьей 26 Закона РФ от 27 ноября 1992 г. № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации» (в ред. от 20 февраля 2026 г.)[2] страховым организациям необходимо формировать страховые резервы;

4) Казначейство России. При осуществлении операций по управлению остатками средств на едином счете федерального бюджета и едином казначейском счете Казначейство правомочно заключать договоры репо (покупка (продажа) ценных бумаг по договорам репо)[3].

При наличии норм, стимулирующих представленные организации к покупке государственных ценных бумаг субъектов РФ, спрос на такие бумаги будет стабильно высок, что позволит целому ряду регионов облегчить доступ к рынку ценных бумаг.

Следует подчеркнуть, что упомянутые меры направлены на внутренних инвесторов. Вместе с тем, несмотря на ограничение доступа к мировому рынку капиталов и одновременно снижение доступности российского рынка ценных бумаг для иностранных инвесторов, принимаются меры, направленные на привлечение соответствующих инвестиций. Так, Минфин России сообщил о планируемом дебютном размещении государственных ценных бумаг Российской Федерации, номинированных в китайских юанях[4], что способно привлечь иностранных инвесторов и, как следствие, повысить капитализацию рынка ценных бумаг (а также разрешить вопрос финансирования дефицита бюджета).

---

[1] См., например: *Увакина Т.В., Шведов И.О.* Паевой инвестиционный фонд как перспективная правовая конструкция социального и партнерского финансирования экономического развития // Гражданское право. 2022. № 6.

[2] См.: Российская газета. 1993. 12 янв.; 2026. 26 февр.

[3] См.: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 4 августа 2026 г.), статья 51.3 // СЗ РФ. 1996. № 17, ст. 1918; 2026. № 32, ст. 448; приказ Казначейства России от 18 сентября 2025 г. № 9н «Об утверждении Порядка осуществления операций по управлению остатками средств на едином счете федерального бюджета и едином казначейском счете в части покупки (продажи) ценных бумаг по договорам репо, заключения договоров займа ценных бумаг и форм документов, применяемых при проведении указанных операций» (зарег. в Минюсте России 17 ноября 2025 г. № 84181) // СПС «КонсультантПлюс».

[4] См.: О планируемом размещении ОФЗ, номинированных в китайских юанях // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=40041-o_planiruemom_razmeshchenii_ofz_nominirovannykh_v_kitaiskikh_yuanyakh (дата обращения: 17.11.2025).

Согласно пункту 12 статьи 103 Бюджетного кодекса РФ, под государственными внешними заимствованиями субъекта РФ понимается привлечение от имени субъекта РФ заемных средств в бюджет субъекта путем размещения его государственных ценных бумаг и в форме кредитов из федерального бюджета в рамках использования Российской Федерацией целевых иностранных кредитов, а также от международных финансовых организаций и иностранных банков, по которым возникают долговые обязательства субъекта РФ как заемщика, выраженные в иностранной валюте.

Регионы также имеют возможность осуществлять эмиссию государственных ценных бумаг в иностранной валюте. Привлечение таких временно свободных денежных средств (выраженных в иностранной валюте) физических, юридических и иных лиц субъектами РФ в юанях (по примеру Российской Федерации) может оказаться выгодным с экономической точки зрения, поскольку доходность так называемых юаневых облигаций (а значит и стоимость обслуживания таких ценных бумаг) заметно ниже, чем доходность так называемых рублевых облигаций. Однако облигации, номинированные в юанях, на сегодняшний день субъектами РФ не выпускаются.

Повышение капитализации рынка ценных бумаг может быть осуществлено через увеличение количества активов. Такими активами могут стать государственные ценные бумаги субъектов РФ, а также муниципальные ценные бумаги. Другими словами, рост числа активов может произойти за счет увеличения количества выпусков соответствующих публичных ценных бумаг.

Согласно данным, опубликованным на официальном сайте Министерства финансов РФ[1], объем государственного долга субъектов РФ по состоянию на 1 сентября 2025 г. составляет 3 150 135 313,97 тыс. рублей. При этом доля обязательств по бюджетным кредитам из других бюджетов бюджетной системы РФ составляет 79,55 % (2 506 005 523,52 тыс. рублей) от общего долга субъектов РФ; доля обязательств по кредитам от кредитных организаций, иностранных

[1] См.: Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/subdbt/ (дата обращения: 10.10.2025).

банков и международных финансовых организаций составляет 7,21 % (227 137 216,57 тыс. рублей) от общего долга субъектов РФ; доля обязательств по государственным ценным бумагам составляет 10,92 % (343 876 089,92 тыс. рублей) от общего долга субъектов РФ; доля обязательств по государственным гарантиям составляет 1,82 % (57 247 339,43 тыс. рублей) от общего долга субъектов РФ.

Кроме того, по данным Единого портала бюджетной системы Российской Федерации «Электронный бюджет» (операторы портала – Минфин России, Казначейство России), по состоянию на июль 2026 г. из 87 субъектов РФ лишь 27 имеют государственный долг, образованный в связи с эмиссией государственных ценных бумаг субъектов РФ.

На развитие рынка региональных ценных бумаг направлен также такой вид инвестиционных инструментов, как цифровые финансовые активы (далее также – ЦФА). Термин «финансовый актив» используется в контексте инвестиционной деятельности[1]. Развитие долговых цифровых финансовых активов делает возможным выпуск таковых в качестве альтернативы классическим облигациям (выпускаемым на рынке ценных бумаг в противовес долговым ЦФА, выпускаемым операторами соответствующей информационной системы). Наряду с вопросом о дальнейшем развитии рынка цифровых финансовых активов, актуальным видится вопрос о внедрении долговых ЦФА в сферу публичных финансов. Так, долговые ЦФА (их эмиссия) могут быть использованы в качестве источников финансирования дефицита бюджета. Значимым преимуществом ЦФА в данном случае является снижение затрат при эмиссии, гибкость, высокая ликвидность[2].

Обозначенные преимущества были признаны и лицом, обладающим правом законодательной инициативы: председатель комитета Государственной Думы РФ по финансовому рынку А.Г. Аксаков предложил принять закон о региональных

---

[1] См.: *Цареградская Ю.К.* Криптовалюта, цифровые финансовые активы, цифровые права: терминологическое многообразие в процессе формирования правовой действительности // Право и цифровая экономика. 2021. № 2 (12).

[2] См.: *Сараева О.Н.* Цифровые финансовые активы в контексте из распространения и развития в Российской Федерации // Право и государство: теория и практика. 2025. № 3.

цифровых финансовых активах[1]. В настоящее время Система обеспечения законодательной деятельности Государственной автоматизированной системы «Законотворчество» (СОЗД ГАС «Законотворчество») не содержит информации о такого рода законопроекте, в связи с чем не представляется возможным пристально его изучить. Развитие цифровых технологий опережает в несколько раз нормативно-правовое регулирование в этой сфере, в частности в сфере региональных долговых ЦФА[2].

Наличие региональных долговых ЦФА может быть актуально для целого ряда регионов. Однако, как верно отметила Ю.К. Цареградская 17 июня 2026 г. на площадке «Цифровые финансовые активы и технологии как феномен цифровой экономики и объект финансово-правового регулирования» в рамках Поволжского правового конгресса «Наука и право: от исторических традиций к современным вызовам», в рамках законопроекта предполагается введение региональных долговых ЦФА для двух регионов – Республики Крым и Республики Чувашия, что вызывает вопросы, поскольку Республика Чувашия более семи лет не выпускает государственные ценные бумаги субъектов РФ, а Республика Крым и вовсе никогда их не выпускала.

Долговые ЦФА регионов способны стать тем инструментом финансовой (бюджетной) деятельности субъектов РФ, который будет востребован в связи с преимуществами таких активов. Вместе с тем их внедрение потребует внесения изменений в бюджетное законодательство, в частности в Бюджетный кодекс РФ. Так, действующее законодательство не подразумевает наличия иных долговых активов регионов, помимо соответствующих ценных бумаг. Кроме того, такие долговые ЦФА не должны повышать риски бюджетной системы в целом за счет бесконтрольного использования регионами РФ указанного долгового

---

[1] См.: В Госдуме назвали долю пользователей цифрового рубля среди россиян к 2027 году // Сетевое издание «Коммерсантъ». URL: https://www.kommersant.ru/doc/8957065 https://www.aksakov.ru/ru/publications/9544-eksperimentalnyi-rezhim-dlya-vypuska-tsfa-pod-investproekty-mozhet-byt-vveden-krymu-i-chuvashii-aksakov (дата обращения: 12.03.2026).

[2] См.: *Сладкова А.В*. Административные правоотношения в области рынка ценных бумаг в условиях цифровизации: проблемы правового регулирования // Законы России: опыт, анализ, практика. 2024. № 11.

инструмента, который на сегодняшний день не ограничен в объеме (как, например, ограничены заимствования посредством эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ). Долговые ЦФА регионов возможно реализовать в рамках экспериментального правового режима. Такие режимы в области финансов позволят обеспечить конкурентное преимущество отечественного финансового рынка[1].

Дальнейшее развитие рынка долговых ЦФА (в том числе за счет региональных долговых ЦФА) видится перспективным и актуальным, особенно по мере развития операторов информационных систем, а также операторов обмена цифровых финансовых активов (что увеличит ликвидность и доступность долговых ЦФА). Итак, внедрение долговых ЦФА регионов представляется обоснованным и способно дать толчок развитию регионального долгового рынка в целом, что, в свою очередь, положительно скажется на финансовой (бюджетной) деятельности за счет доступности заемных средств.

Поиск баланса между публичными и частными интересами привел к регулированию, при котором отдельные изначальные преимущества блокчейна (анонимность участников и операций, автономность от публичной власти, отсутствие посредников, наличие только распределенного реестра, контролируемого всеми участниками, отсутствие необходимости ведения единого реестра и др.) пришлось нивелировать[2]. Однако ЦФА на современном этапе, напротив, укрепляют достоверность принадлежности права и его содержания в большей степени, чем бездокументарная форма, что является еще одним положительным внедрением долговых региональных ЦФА.

Таким образом, потенциал для роста капитализации рынка ценных бумаг через эмиссию государственных ценных бумаг субъектами РФ (а также муниципальных ценных бумаг) не реализован. Отметим, что увеличение капитализации рынка ценных бумаг за счет массовой эмиссии соответствующих публичных ценных бумаг субъектами РФ несет в себе определенные риски для

---

[1] См.: *Кучеров И.И., Поветкина Н.А.* Указ. соч. С. 250.

[2] См.: *Бушев А.Ю.* Цифровые ценные бумаги и защита прав их обладателей // Закон. 2021. № 10.

устойчивости бюджетной системы в целом. Снижению рисков способствует ранжирование Минфином России субъектов РФ, то есть оценка их долговой устойчивости в соответствии со статьей 107.1 Бюджетного кодекса РФ. Достижению целей снижения рисков бюджетной системы из-за чрезмерной эмиссии ценных бумаг способствует и статья 111 Бюджетного кодекса РФ, в которой указывается, что объем расходов на обслуживание государственного долга субъекта РФ в очередном финансовом году и плановом периоде, утвержденный законом (решением) о соответствующем бюджете, по данным отчета об исполнении соответствующего бюджета за отчетный финансовый год не должен превышать 15 % объема расходов соответствующего бюджета.

В настоящее время правовое регулирование рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ сталкивается с различными вызовами. Среди них – новые формы инвестирования, потенциал которых формирует вывод о необходимости внесения соответствующих изменений в организацию рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Оптимизация процедур эмиссии региональных государственных ценных бумаг в части уменьшения количества актов, которые нужно принять субъекту РФ, способна положительно сказаться на развитии рынка ценных бумаг. Цели, связанные с повышением капитализации рынка ценных бумаг, требуют стимулирующего правового регулирования, в связи с чем актуальным может оказаться создание выгодных условий инвестирования для крупных инвесторов. Дальнейшее развитие правового регулирования рынка государственных ценных бумаг требует рассмотрения зарубежного опыта по организации рынка субфедеральных (региональных) ценных бумаг.

3.2. Опыт организации рынка субфедеральных ценных бумаг в зарубежных странах

Анализ современного состояния рынка ценных бумаг субъектов РФ невозможен без рассмотрения правового положения регионов. В соответствии со статьей 1 Конституции РФ Россия – федеративное государство, его части

являются государственными образованиями, обладающими юридически определенной политической самостоятельностью[1]. Рассмотрение статей 71–73 Основного Закона во взаимосвязи позволяет определить перечень вопросов, находящихся в ведении субъектов РФ. Согласно статье 12 Конституции РФ, в Российской Федерации признается и гарантируется местное самоуправление. Федеративное устройство России предполагает три уровня публично-правовых образований, имеющих полномочия по привлечению временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц путем эмиссии ценных бумаг соответствующего публично-правового образования. В связи с необходимостью проведения анализа опыта эмиссии ценных бумаг регионами иностранных государств предлагается рассмотреть такую практику в федеративных зарубежных странах.

Так, в соответствии с частью 1 статьи 20 Основного закона Федеративной Республики Германия ФРГ является демократическим и социальным федеративным государством (Die Bundesrepublik Deutschland ist ein demokratischer und sozialer Bundesstaat)[2]. Административно-территориальной единицей, аналогичной субъектам в Российской Федерации, в ФРГ выступает федеративная земля. Она имеет собственное законодательство и определенную автономию, в частности в вопросе бюджетной политики, которая, однако, может быть ограничена федеральным центром.

В Германии с 2009 г. введено фискальное правило «Долговой тормоз» (Schuldenbremse), предполагающее ограничение размера задолженности, создание государственных бюджетов без структурного дефицита или в условиях очень ограниченного дефицита (0,35 % ВВП), что закреплено в статье 109 Основного закона Федеративной Республики Германия. «Долговой тормоз» также стал

[1] См.: Теория государства и права: учебник / под ред. А.А. Клишаса. М.: Статут, 2019. С. 134.

[2] См.: Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland // Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. URL: https://www.gesetze-im-internet.de/gg/BJNR000010949.html (дата обращения: 01.04.2026).

частью вопроса о реформировании федеративных отношений в ФРГ[1]. Иными словами, было введено положение о финансировании государственных бюджетов земель без структурного дефицита (или с низким структурным дефицитом)[2]. Ранее в Маастрихтском договоре был закреплен контрольный показатель государственного долга – 60 % от валового внутреннего продукта[3].

Для федеральных земель структурный дефицит полностью запрещен с 2020 г., за исключением случаев стихийных бедствий или серьезной рецессии. Аналогичной политики придерживаются Швеция[4], Швейцария[5] и другие страны. Такая политика связана с большим государственным долгом, сформировавшимся, в частности, в Германии.

Очевидно, что различные страны Европейского союза совершенно оправданно, с учетом тяжелых долговых кризисов 1997–1998 и 2007–2008 гг., стараются ограничить долговые возможности своих регионов с целью недопущения ситуации, при которой долговое бремя увеличивается до таких размеров, что способно стать серьезной угрозой не только экономической безопасности отдельного региона, но и экономике и безопасности всего государства и даже надгосударственного объединения.

Подобная практика не может использоваться как удачный пример для России, так как, во-первых, международный опыт регулирования государственного долга свидетельствует о том, что установление «долгового тормоза» для государственного долга не отвечает критерию эффективности бюджетной деятельности в связи с неиспользованием потенциала финансирования перспективных и важных статей бюджета за счет временно

---

[1] См.: *Казак Е.С.* Реформа федеративных отношений в Германии: взаимосвязь права и политики // Конституционное и муниципальное право. 2012. № 7.

[2] См.: *Андреева Г.Н.* Конституционные основы антиинфляционного регулирования: поиски оптимального решения // Финансовое право. 2022. № 3.

[3] См.: *Цареградская Ю.К.* Суверенный дефолт: теория и практика правоприменения // Финансовое право. 2022. № 11.

[4] См.: Suède: un frein à l'endettement qui marche // Fondation iFRAP. URL: https://www.ifrap.org/budget-et-fiscalite/suede-un-frein-lendettement-qui-marche (дата обращения: 01.04.2026).

[5] См.: Le frein à l'endettement doit permettre d'éviter les déficits structurels // Confoederatio Helvetica. URL: https://www.admin.ch/cp/f/39632658.7A3A80C7@mbox.gsefd.admin.ch.html (дата обращения: 01.04.2026).

свободных денежных средств граждан и юридических лиц[1], а во-вторых, в Российской Федерации, в большинстве ее регионов, пока не используется весь потенциал государственного долга как инструмента привлечения дополнительных средств, с учетом решения проблемы повышения эффективности управления государственным долгом субъекта РФ (в России исторически сложились низкие показатели государственного долга).

Между тем так называемый долговой тормоз в настоящее время подвергся реформированию: путем внесения поправок в параграфы 109, 115 и 143h Основного закона ФРГ он был частично отменен для некоторых видов расходов бюджетов, что вызвано политической турбулентностью в Германии.

В сущности, интерес представляет сама правовая конструкция, при которой возможность привлечения временно свободных денежных средств физических и юридических лиц ограничена. Причина такого ограничения – чрезмерный рост долга. В России подобная ситуация также имела место в ряде субъектов, однако вместо запрещающих норм принимаются различные нормы-ограничения. В частности, в Федеральном законе от 30 ноября 2024 г. № 419-ФЗ «О федеральном бюджете на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов» указано, что субъекты РФ, у которых на 1 января 2025 г. доля долговых обязательств по рыночным заимствованиям превышает 25 % общего объема доходов консолидированного бюджета субъекта без учета утвержденного объема безвозмездных поступлений, принимают обязательство о неувеличении доли долговых обязательств по рыночным заимствованиям сверх доли, сложившейся на 1 января 2025 г.

Такое законодательное ограничение оставляет органам государственной власти субъектов РФ место для «маневра» в вопросах реализации бюджетной политики. Полный запрет на привлечение рыночных заимствований может негативно сказаться на самой сущности бюджетной политики субъектов РФ. Вопрос так называемых мягких бюджетных ограничений является предметом

[1] См.: *Кудрин А.Л., Дерюгин А.Н.* Субнациональные бюджетные правила: зарубежный и российский опыт // Экономическая политика. 2018. Т. 13, № 1. С. 22.

дискуссий экономистов и юристов в отношении негативных проявлений данного феномена[1]. Во всяком случае такой подход позволяет проявлять известную степень гибкости в вопросах долговой политики в условиях дефицитов бюджетов бюджетной системы РФ.

Таким образом, применительно к России практику региональных заимствований в ФРГ нельзя назвать положительной. Использование «долгового тормоза» в Германии представляется ошибочным, поскольку соответствующее решение в итоге было частично пересмотрено и в целом активно критикуется. Е.В. Покачалова справедливо отмечает, что «в любом обществе существуют объективные и субъективные противоречия между размером бюджетных доходов и расходами»[2], и «использование этих средств (заемных временно свободных средств юридических лиц и граждан) в качестве кредитных ресурсов позволяет государству не прибегать к эмиссионной деятельности»[3].

Действительно, с помощью эмиссии публичных ценных бумаг публично-правовое образование может решать вопрос баланса доходов и расходов бюджета. Правовое ограничение, используемое в ФРГ, лишает региональные органы одной из возможностей достижения такого бюджетного баланса. В данном случае необходимо оговориться, что другой способ финансирования бюджета – эмиссия денежных знаков – недоступен регионам ни в ФРГ, ни в России, ни США. Это прерогатива федерального центра. Лишая регионы возможности увеличивать расходы за счет долговых инструментов, федеральный центр как бы ставит вопрос об уровне децентрализованности государства, о самостоятельности регионов. Поскольку основу деятельности публично-правового образования составляют денежные фонды, ограничение инструментария в сфере долговой

---

[1] См., например: *Бухарский В.В.* Межбюджетные отношения в Российской Федерации: проблема соотношения «жестких» и «мягких» бюджетных ограничений для органов власти в субъектах РФ: дис. ... канд. экон. наук. М., 2023; *Виньо М., Кадочников П., Синельников-Мурылев С., Трунин И., Четвериков С.* Мягкие бюджетные ограничения субнациональных властей: теория, практика и выводы для России // Экономическая политика. 2006. № 2; *Таран Н.Н.* Направления совершенствования финансово-правового регулирования межбюджетных отношений в Российской Федерации // Современное право. 2025. № 4.

[2] *Покачалова Е.В.* Публичный долг: теоретические и практические аспекты российского финансового права: дис. … д-ра юрид. наук. Саратов, 2007. С. 71.

[3] Там же.

политики может приводить и к ограничению круга вопросов, решаемых соответствующим публично-правовым образованием. В описываемой ситуации баланс доходов и расходов бюджета может быть достигнут преимущественно за счет снижения расходов бюджета. Изменение доходной части – более сложный процесс, требующий либо изменения налоговой базы или налоговой ставки по соответствующим налогам, либо увеличения поступлений за счет неналоговой части доходов. Снижение расходов в рамках конкретного региона может свидетельствовать о неполном решении публичных задач либо об отсутствии перераспределения на льготных условиях между отраслями экономики, предприятиями и другими хозяйствующими субъектами, имеющими большое социальное и экономическое значение[1].

Особый интерес в вопросе правового регулирования деятельности регионов на рынке ценных бумаг представляют США, а точнее, опыт государства в региональных заимствованиях – в первую очередь через эмиссию региональных ценных бумаг. В соответствии с Конституцией США[2] Соединенные Штаты Америки – федеративное государство. В его состав входят штаты – административно-территориальные единицы с широким уровнем автономии. Как и субъекты в Российской Федерации, штаты в США имеют право производить эмиссию ценных бумаг.

Правовое регулирование рынка ценных бумаг в США осуществляется следующими нормативными правовыми актами:

1. Securities Act of 1933[3];
2. Securities Exchange Act of 1934[4];
3. Trust Indenture Act of 1939[1];

---

[1] См.: *Покачалова Е.В.* Публичный долг: теоретические и практические аспекты российского финансового права: дис. … д-ра юрид. наук. С. 65.

[2] См.: Constitution of the United States // Constitution Annotated. URL: https://constitution.congress.gov/constitution/ (дата обращения: 01.04.2026).

[3] См.: Securities Act of 1933 // GovInfo. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

[4] См.: Securities Exchange Act of 1934 // GovInfo. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

4. Investment Company Act of 1940[2];

5. Investment Advisers Act of 1940[3];

6. Sarbanes-Oxley Act of 2002[4];

7. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010[5];

8. Uniform Commercial Code of the United States of America[6];

9. Jumpstart Our Business Startups Act of 2012[7];

10. Uniform Commercial Code of the United States of America[8].

Анализ указанных документов позволяет сделать следующий вывод: в США штаты и муниципалитеты освобождаются от обязательной регистрации соответствующих ценных бумаг, что позволяет удешевить и ускорить процедуру эмиссии ценных бумаг; вероятно, именно по этой причине муниципалитеты в США активно выпускают ценные бумаги.

Так, долг города Нью-Йорк (США) вырос с 39,55 млрд долларов в 2000-м финансовом году до 94,22 млрд долларов в 2021-м финансовом году, увеличившись на 138 %. Долг города Бостон (США) по состоянию на 2020 г.

---

[1] См.: Trust Indenture Act of 1939 // GovInfo. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1888/pdf/COMPS-1888.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

[2] См.: Investment Company Act of 1940 // GovInfo. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

[3] См.: Investment Advisers Act of 1940 // GovInfo. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

[4] См.: Sarbanes-Oxley Act of 2002 // GovInfo. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1883/pdf/COMPS-1883.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

[5] См.: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 // GovInfo. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-9515/pdf/COMPS-9515.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

[6] См.: Uniform Commercial Code // Uniform Law Commission. URL: https://www.uniformlaws.org/acts/ucc (дата обращения: 20.11.2025).

[7] См.: Jumpstart Our Business Startups Act of 2012 // GovInfo. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf (дата обращения: 01.04.2026).

[8] См.: Uniform Commercial Code // Uniform Law Commission. URL: https://www.uniformlaws.org/acts/ucc (дата обращения: 20.11.2025).

составлял почти 100 млрд долларов. Необходимо отметить, что в США долги штатов и муниципалитетов находятся не в рамках государственного долга[1].

Далее целесообразно проанализировать публичный долг (public debt), то есть долг, который формируется в связи с выпуском ценных бумаг. Внутриправительственный долг (intragovernmental debt), являющийся вторым видом долга в США, представляет собой обязательства перед внебюджетными социальными фондами и бюджетными организациями[2].

В Соединенных Штатах Америки муниципальным именуют не только местный долг, но и любой государственный долг, за исключением федерального[3]. При этом отсутствуют правовые нормы, четко закрепляющие структуру государственного долга[4]. В Конституции страны и вовсе нет норм права, регулирующих общественные отношения в сфере государственного долга[5].

Одним из базовых актов, регулирующих общественные отношения в сфере организации рынка ценных бумаг является Единообразный торговый кодекс США 1962 г. Он фактически выступает модельным законом для штатов, поскольку Конституция США относит издание гражданских актов к компетенции штатов[6]. Так, большинство муниципальных облигаций законодательством штатов не облагаются налогами[7].

В соответствии с Securities Act of 1933 не все ценные бумаги подлежат процедуре обязательной регистрации, а на основании SEC. 18. [77r] Exemption

---

[1] См.: *Тедеев А.А.* Финансовое право: учебник для бакалавров. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Эскмо, 2021. С. 392.

[2] См., например: *Прокоплюк Ю.Н.* Правовое регулирование полномочий государственных органов США по управлению государственным долгом // Финансовое право. 2025. № 2; *Цареградская Ю.К.* Институт государственного долга в США: теория и практика становления и развития // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2015. № 3.

[3] См.: *Соловова Е.В.* Выпуск государственных и муниципальных ценных бумаг как способ привлечения заемных средств в США // Финансовое право и управление. 2013. № 1.

[4] См.: *Фабоцци Ф.Д.* Рынок облигаций: анализ и стратегии: пер. с англ. 3-е изд., испр. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2022. С. 1200.

[5] См.: Constitution of the United States // Constitution Annotated. URL: https://constitution.congress.gov/constitution/ (дата обращения: 20.11.2025).

[6] См.: *Прокоплюк Ю.Н.* Указ. соч.

[7] См.: Focus on Municipal Bonds // U.S. Securities and Exchange Commission. URL: https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/focus (дата обращения: 20.11.2025).

from state regulation of securities offerings ценные бумаги муниципалитетов, штатов и федеральные ценные бумаги исключаются из требований о регистрации[1].

В США органом, ответственным за эмиссию ценных бумаг, не обязательно должен быть высший исполнительный орган или соответствующее профильное министерство. Так, казначей штата Калифорния (California State Treasurer) одновременно выступает как агент по продаже всех облигаций штата и управляет соответствующим долговым портфелем.

Более того, если ознакомиться с некоторыми ценными бумагами, агентом по которым является казначей штата, может сделать вывод, что бумаги выпускаются напрямую от комитетов, советов, департаментов и других структурных подразделений органов власти штата. Целью таких ценных бумаг может быть не финансирование дефицита бюджета, а непосредственное решение конкретной публичной задачи[2].

Правовое регулирование выпуска (эмиссии) муниципальных ценных бумаг значительно упрощено за счет возможности муниципальных образований и штатов не осуществлять регистрацию в комиссии по ценным бумагам (SEC), а правовое регулирование эмиссии ценных бумаг в целом является более гибким[3]. Аналогичным образом (с учетом национальной специфики) предлагается осуществлять правовое регулирование и по отношению к субъектам РФ и муниципальным образованиям, поскольку общий порядок регистрации не учитывает публично-правовой специфики.

Правовое регулирование рынка ценных бумаг в целом решает задачу контроля, а также недопущения реализации разнообразных рисков, связанных с отсутствием прозрачности, требуемой в настоящее время в рамках эмиссии. Контроль на финансовом рынке (в том числе на рынке ценных бумаг) служит

---

[1] См.: 15 U.S. Code § 77r – Exemption from State regulation of securities offerings // Legal Information Institute. URL: https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/77r (дата обращения: 01.04.2026).

[2] См.: State of California Investor Relations // BondLink. URL: https://www.buycaliforniabonds.com/state-of-california-ca/bonds/i27 (дата обращения: 01.04.2026).

[3] См.: *Галкова Е.В.* Правовое регулирование эмиссии ценных бумаг по российскому праву и праву зарубежных стран (сравнительно-правовой аспект): монография. М.: Статут, 2014.

целям устойчивости всей системы финансового рынка и отдельных его секторов, защиты прав и законных интересов кредиторов и потребителей услуг финансовых организаций, содействия развитию финансового рынка, а также обеспечения законности деятельности поднадзорных субъектов[1].

Потенциальным инвесторам необходимо иметь полное представление о рисках инвестирования, в противном случае неверная оценка таковых повлияет на финансовый результат, что негативно отразится (при накоплении критической массы таких инвесторов) на развитии рынка ценных бумаг в противовес упомянутым ранее целям национального развития.

Пунктом 1 статьи 10 Бюджетного кодекса РФ прямо закрепляется, что долговые обязательства Российской Федерации, субъекта РФ, муниципального образования полностью и без условий обеспечиваются всем находящимся в собственности Российской Федерации, субъекта РФ, муниципального образования имуществом, составляющим соответствующую казну, и исполняются за счет средств соответствующего бюджета. Данная норма указывает на известную степень риска при инвестировании в ценные бумаги, выпущенные публично-правовыми образованиями. В связи с этим в федеральном законодательстве либо в нормативных актах на уровне публично-правового образования, осуществляющего выпуск ценных бумаг, видится возможным закрепить следующую формулировку: «Обслуживание государственного (муниципального) долга производится в первоочередном порядке».

Указанное в совокупности сможет стать основой для изменения правовых норм, регулирующих общественные отношения в сфере выпуска государственных (муниципальных) ценных бумаг. Упрощение порядка выпуска вместе со снижением рисков для инвесторов способно положительно сказаться на развитии рынка ценных бумаг и публичного рынка ценных бумаг (как его части).

На муниципальном рынке ценных бумаг США помимо (используемых также в Российской Федерации) «классических» облигаций (general obligation

[1] См.: Энциклопедия российского финансового права / под ред. Е.Ю. Грачевой, Р.Е. Артюхина. М.: Проспект, 2024. С. 279.

bonds), обслуживание которых осуществляется из доходной части бюджета, используются и так называемые доходные облигации (revenue bonds). Такие ценные бумаги фактически являются «облигациями под проект» или «доходными облигациями», «инвестиционным облигациями»[1], поскольку доходность по ним гарантирована не за счет доходов бюджета, а за счет реализации проекта, на финансирование которого и осуществлялось заимствование.

Данный вид муниципальных облигаций довольно популярен: в США на долю revenue bonds приходится до 60 % рынка региональных бумаг[2]. Между тем в российском законодательстве и на практике сложилась следующая ситуация. Исходя из норм статьи 103 Бюджетного кодекса РФ, государственные (муниципальные) заимствования не могут осуществляться в целях финансирования конкретных расходов бюджета, предположительно направляемых для реализации того или иного проекта. Публичные заимствования используются преимущественно для погашения дефицита бюджета или для погашения долговых обязательств (а также в иных целях применительно к субъектам РФ и муниципальным образованиям).

Кроме того, целевой характер заимствований противоречит принципу общего (совокупного) покрытия расходов бюджетов, закрепленному в статье 35 Бюджетного кодекса РФ, согласно которому расходы бюджета не могут быть увязаны с определенными доходами бюджета и источниками финансирования дефицита бюджета, если иное не предусмотрено законом (решением) о бюджете. Увязывание подразумевает под собой, что в законе о бюджете предусматривается финансирование определенных видов расходов за счет определенных видов доходов, которые, соответственно, должны обособленно учитываться при исполнении бюджета[3]. Следует отметить, что упомянутая статья содержит и ряд

---

[1] См.: *Рубцов Б.* Современные фондовые рынки: учеб. пособие для вузов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

[2] См.: *Сырбу А.П.* Повышение инвестиционной привлекательности региона с помощью успешного конструирования и размещения выпуска субфедеральных и муниципальных облигаций // Вестник Тамбовского университета. Серия: Гуманитарные науки. 2009. № 9 (77).

[3] См.: Комментарий к Бюджетному кодексу Российской Федерации (постатейный) / Л.Л. Арзуманова, Н.М. Артемов, Е.М. Ашмарина и др.; под ред. Е.Ю. Грачевой. М.: Проспект, 2009. С. 69.

исключений из данного принципа. Действительно, «государственный кредит (заем) не имеет, как правило, конкретного целевого характера»[1].

Более того, доходная облигация будет являться структурной, инвестор в такую ценную бумагу, в соответствии со статьей 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг, будет иметь право на получение выплат по ним в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств. Однако статья 121.2 Бюджетного кодекса РФ, нормы которой являются специальными по отношению к нормам Закона о рынке ценных бумаг (то есть в случае конкуренции норм применению подлежат нормы Бюджетного кодекса РФ), исключает возможность эмиссии структурных облигаций. Это, безусловно, ограничивает субъекты РФ в возможностях эмиссии.

Таким образом, действующее законодательство не предполагает возможность привлечения заимствований (в том числе через эмиссию ценных бумаг) в целях финансирования инвестиционных проектов (и с привязкой к реализации таковых к уровню доходности ценных бумаг) в том же виде, что в США. Однако, несмотря на упомянутые нормы, практика эмиссии государственных ценных бумаг некоторых субъектов РФ и муниципальных образований сложилась несколько иным, небезынтересным образом.

Следует отметить, что в российском бизнес-сообществе наблюдается интерес к социально ответственному инвестированию[2].

Так, город федерального значения Москва в рамках осуществления бюджетной политики выпустил так называемые зеленые облигации, то есть государственные ценные бумаги субъекта РФ с целевым характером – для обновления «зеленого» (экологичного) транспорта[3]. Была разработана и принята

---

[1] *Покачалова Е.В.* Особенности финансовых правоотношений в области публичного долга и кредита: виды и состав участников // Финансовое правоотношение: доктринальные и правоприменительные аспекты: сб. ст. по матер. Междунар. науч.-практ. конф. (Саратов, 28 сентября 2016 г.). Саратов: Изд-во Сарат. гос. юрид. акад., 2018. С. 187.

[2] См.: *Цареградская Ю.К.* «Зеленые» инвестиции в контексте устойчивого развития: особенности правового регулирования // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2022. № 8 (96).

[3] См.: Постановление Правительства Москвы от 18 апреля 2023 г. № 683-ПП «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного займа

Концепция зеленых облигаций города Москвы[1], имеющая своей целью демонстрацию соответствия отдельных выпусков облигаций Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы принципам зеленых облигаций 2018 г. (Green Bond Principles 2018) Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA). Концепция содержит ссылки на различные стандарты и нормативные правовые акты[2], соответствие которым декларируется в рамках эмиссии соответствующих ценных бумаг.

Согласно распоряжению Правительства Москвы от 15 апреля 2025 г. № 277-РП «Об утверждении отчета об использовании эквивалента привлеченных от размещения "зеленых" облигаций города Москвы средств за 2024 год» (далее – отчет за 2024 г.)[3], размещенные облигации являются «зелеными» инструментами финансирования устойчивого развития в соответствии с постановлением Правительства РФ от 21 сентября 2021 г. № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации» (в ред. от 14 октября 2025 г.)[4]. В отчете за 2024 г. содержатся сведения о финансируемых проектах, а также об объемах

Москвы для населения» // Вестник Москвы. 2023. № 23; постановление Правительства Москвы от 24 февраля 2021 г. № 207-ПП «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы с постоянным купонным доходом» // Вестник Мэра и Правительства Москвы. 2021. № 13.

[1] Концепция зеленых облигаций города Москвы // Официальный портал Мэра и Правительства Москвы. URL: https://www.mos.ru/upload/documents/files/2210/KoncepciyazelenihobligaciigorodaMoskvi(1).pdf (дата обращения: 01.04.2026).

[2] См.: Постановление Правительства Москвы от 10 июля 2014 г. № 394-ПП «Об основных положениях новой экологической политики города Москвы на период до 2030 года» (в ред. от 22 ноября 2016 г.) (вместе с Положением о Межведомственной рабочей группе по организации разработки экологической стратегии города Москвы на период до 2030 года в соответствии с положениями новой экологической политики города Москвы на период до 2030 года) // Вестник Мэра и Правительства Москвы. 2014. № 39; 2016. № 66.

[3] См.: Портал «Открытый бюджет города Москвы». URL: https://budget.mos.ru/about/documents/download/12787 (дата обращения: 01.04.2026).

[4] См.: СЗ РФ. 2021. № 40, ст. 6818.

финансирования. Аналогичные (по критерию целевого назначения) публичные ценные бумаги выпускались и в г. Краснодаре[1].

Таким образом, несмотря на представленные ранее положения Бюджетного кодекса РФ, ряд публично-правовых образований осуществляет выпуск целевых ценных бумаг. В этом контексте важно указать на позицию Минфина России по обозначенному вопросу, изложенную в Методических рекомендациях для субъектов Российской Федерации по осуществлению заимствований на финансовых рынках, согласно которой концепция выпуска облигаций для финансирования проектов устойчивого развития (в том числе «зеленых» инициатив) не противоречит нормам Бюджетного кодекса РФ, если отсутствует непосредственная увязка средств, получаемых от размещения облигаций, с конкретными видами расходов бюджета. При этом Минфин России допускает, что на финансирование проектов устойчивого развития может направляться объем средств, эквивалентный полученному от размещения облигаций, с последующим подтверждением осуществленных бюджетных расходов.

Из изложенного следует, что, несмотря на декларацию целевого характера публичных ценных бумаг (в представленных примерах – «зеленых» облигаций), фактически данные заимствования направляются в общий «котел» бюджета, и лишь объемы соответствующих расходов совпадают с объемами финансирования декларируемых инвестиций в разного рода проекты. Это может свидетельствовать о формальном подходе к рассматриваемому вопросу, при котором благодаря использованию слова «эквивалент» средства, полученные в связи с эмиссией государственный ценных бумаг субъектов РФ, направляются на цели, указанные в соответствующих документах.

Между тем в упомянутых Методических рекомендациях отмечается, что отсутствие связи расходов бюджета с конкретными источниками доходов или

---

[1] См.: Постановление администрации муниципального образования город Краснодар от 18 декабря 2020 г. № 5547«Об утверждении Решения об эмиссии выпуска муниципальных ценных бумаг в виде облигаций муниципального образования город Краснодар 2020 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долг». URL: https://krd.ru/administratsiya/administratsii-krasnodara/departament-ekonomicheskogo-razvitiya-investitsiy-i-vneshnik/munitsipalnye-obligatsii/ (дата обращения: 01.04.2026).

источниками финансирования дефицита бюджета обеспечивает безусловное исполнение расходных обязательств субъекта (муниципального образования). Однако само по себе наличие обязательств субъекта РФ не является гарантией исполнения таких обязательств, в связи с чем, как отмечалось ранее, предлагается закрепить положение об этом на уровне нормативного правового акта.

В США упомянутые ранее доходные облигации (revenue bond), выпускаемые на уровне штатов и муниципальных образований, предполагают именно целевой характер. Средства направляются на реализацию определенного проекта, а риски, связанные с невыплатами по таким ценным бумагам, компенсируются часто более высокой доходностью при реализации проекта. Вместе с тем, как отмечалось ранее, у публично-правового образования не формируются долговые обязательства, поскольку их обеспечение (и доход держателя облигации) происходит за счет реализуемого проекта.

Практика выпуска таких публичных ценных бумаг в США весьма обширна, однако в Российской Федерации имеются законодательные ограничения. Видится возможным внести изменения в Бюджетный кодекс РФ: в статью 103 (в части целей заимствований), в статью 35 (в части добавления исключений из принципа эффективности использования бюджетных средств), а также в статью 121.2 (в части допущения использования структурных облигаций субъектами РФ). Причем такого рода изменения должны коснуться субъектов РФ и муниципальных образований, поскольку именно на их уровне целесообразно выпускать соответствующие публичные ценные бумаги для реализации инвестиционно привлекательных проектов. Однако может возникнуть необходимость в выработке и закреплении на уровне нормативных правовых актов Правительства РФ и (или) Министерства финансов РФ критериев. Их подготовка потребует взаимодействия профильных специалистов не только в сфере права, но и в области экономики.

Законодательство развивается под влиянием различных факторов, причем не только социально-экономических, но и, например, политических. В современных условиях процессы интеграции Российской Федерации в рамках

различных союзов могут иметь положительный эффект. В этой связи представляет интерес опыт Республики Беларусь, поскольку она является союзным с Россией государством не только в политическом смысле, но и с юридической точки зрения. Так, Российская Федерация и Республика Беларусь 8 декабря 1999 г заключили Договор «О создании Союзного государства»[1] (ратифицирован Федеральным законом от 2 января 2000 г. № 25-ФЗ «О ратификации Договора о создании Союзного государства»[2]). В преамбуле Договора указано, среди прочего, что образование Союзного государства позволит объединить усилия в интересах социального и экономического прогресса обоих государств. В статье 24 документа закреплено, что в Союзном государстве действует общий рынок ценных бумаг, предусматривающий их свободное обращение, и создаются соответствующие учреждения по эмиссии ценных бумаг и регулированию фондового рынка. Названная норма является декларативной, устанавливающей общий принцип обращения ценных бумаг. Однако реализация этого принципа не связана с необходимостью закрепления новых конкретных норм права на уровне внутреннего законодательства РФ, что соответствует сложившей отечественной правоприменительной практике[3].

Кроме того, согласно пункту 7.1 Программы действий Российской Федерации и Республики Беларусь по реализации положений Договора о создании Союзного государства, на первом этапе создается унифицированная нормативно-правовая база Союзного государства в области регулирования рынка ценных бумаг, эмиссии и размещения ценных бумаг, совершения сделок с ценными бумагами. За основу унификации взято законодательство РФ, в частности в Республике Беларусь принят аналогичный нормативный правовой акт – Закон от 5 января 2015 г. № 231-З «О рынке ценных бумаг»[4] (далее – Закон

---

[1] См.: СЗ РФ. 2000. № 7, ст. 786.

[2] См.: СЗ РФ. 2000. № 2, ст. 146.

[3] См.: Постановление ФАС Северо-Западного округа от 5 марта 2004 г. № А56-41660/03 // СПС «КонсультантПлюс».

[4] См.: Национальный центр законодательства и правовой информации Республики Беларусь. URL: https://etalonline.by/document/?regnum=h11500231&q_id=5497247 (дата обращения: 01.04.2026).

Республики Беларусь № 231-З). Однако работа по созданию единого фондового рынка между Россией и Республикой Беларусь до настоящего времени не завершена[1].

В целях выявления положительных практик необходимо проанализировать механизм правового регулирования рынка ценных бумаг в Беларуси. Так, в соответствии со статьей 2 Закона Республики Беларусь № 231-З эмиссия, обращение и погашение государственных ценных бумаг, ценных бумаг Национального банка, ценных бумаг местных исполнительных и распорядительных органов, ценных бумаг инвестиционных фондов осуществляются в соответствии с данным Законом с учетом особенностей, установленных иными актами законодательства, из чего следует, что местные исполнительные и распорядительные органы уполномочены осуществлять эмиссию соответствующих публичных ценных бумаг. Кроме того, согласно разделу 5 Конституции Республики Беларусь[2], местные Советы депутатов, исполнительные и распорядительные органы в пределах компетенции решают вопросы местного значения исходя из общегосударственных интересов и интересов населения, проживающего на соответствующей территории, исполняют решения вышестоящих государственных органов, а компетенция, порядок создания и деятельности органов местного управления и самоуправления определяются законодательством.

В развитие изложенного в Конституции Республики Беларусь пункт 2 статьи 65 Бюджетного кодекса Республики Беларусь[3] закрепляет, что долговые обязательства органов местного управления и самоуправления могут существовать в виде долговых обязательств, в том числе по облигациям, эмитированным местными исполнительными и распорядительными органами областного и базового территориальных уровней, которые размещаются на

---

[1] См.: *Галкова Е.В.* Указ соч.

[2] См.: Конституция Республики Беларусь // Официальный сайт Президента Республики Беларусь. URL: https://president.gov.by/ru/gosudarstvo/constitution (дата обращения: 01.04.2026).

[3] См.: Бюджетный кодекс Республики Беларусь от 16 июля 2008 г. № 412-З // Национальный центр законодательства и правовой информации Республики Беларусь. URL: https://etalonline.by/document/?regnum=Hk0800412 (дата обращения: 01.04.2026).

внутреннем финансовом рынке. Подобного рода займы осуществляются в целях привлечения временно свободных денежных средств юридических и физических лиц для финансирования затрат, связанных с социально-экономическим развитием регионов. Такие местные облигационные займы могут быть, в зависимости от назначения привлеченных средств, общими и целевыми[1].

Таким образом, несмотря на иное государственное устройство, характеризующееся отсутствием известного уровня автономии регионов, рынок местных ценных бумаг Республики Беларусь, его организация представляются небезынтересными. На сегодняшний день интеграционные процессы Российской Федерации и Республики Беларусь продолжаются. Вместе с тем в вопросах правового регулирования рынка ценных бумаг Республика Беларусь развивается независимо, самостоятельно.

Исходя из смысла статьи 65 Бюджетного кодекса Республики Беларусь, ценными бумагами, выпускаемыми местными исполнительными и распорядительными органами, являются облигации. В статье 1 Закона Республики Беларусь № 231-З закреплено, что облигация – это эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на получение, если иное не установлено указанным Законом, от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Доходами по облигации являются процент, и (или) дисконт, и (или) иной вид дохода, предусмотренный законодательством о ценных бумагах и установленный в проспекте эмиссии облигаций. В этой части подходы обоих государств идентичны, а правовое регулирование существенно не различается.

Статья 23.3 «Особенности эмиссии стрип-облигаций» Закона Республики Беларусь № 231-З содержит в себе незаурядную правовую конструкцию – стрип-облигации. Неординарность данной правовой норме придает абзац 4, в котором содержится указание на эмиссию, обращение и погашение государственных

[1] См.: *Пилипенко А.А.* Финансовое право: учеб. пособие. Минск: Книжный Дом, 2007. С. 457.

стрип-облигаций, стрип-облигаций местных исполнительных и распорядительных органов.

В связи с тем, что в отечественном законодательстве данный инструмент не представлен, видится необходимым воспользоваться формулировкой, содержащейся в статье 1 Закона Республики Беларусь № 231-З: стрип-облигации – это облигации, которые эмитируются в бездокументарной форме, с доходом в виде фиксированного процента от номинальной стоимости облигаций, выплачиваемым владельцу облигации единовременно при ее погашении или периодически в течение срока обращения облигации, ставка которого по всем процентным периодам установлена в проспекте эмиссии облигаций и имеет одинаковый размер, и проспектом эмиссии которых предусмотрена возможность раздельного размещения и обращения в виде стрипов на номинальную стоимость стрип-облигаций и стрипов на процентный доход по стрип-облигациям.

Кроме того, стрипы – это облигации в бездокументарной форме, доходом по которым выступает дисконт, созданные на основе стрип-облигаций в результате разделения номинальной стоимости и процентного дохода по стрип-облигациям, а процедура стрипования – создание стрипов на основе стрип-облигаций в результате разделения номинальной стоимости и процентного дохода по ним. Таким образом, стрип-облигации – это синтетический финансовый инструмент, позволяющий раздельно обращаться на рынке купонам и номиналу каких-либо облигаций.

Заместитель начальника управления регулирования рынка ценных бумаг Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь А.Н. Аксенов отметил, что «для белорусского рынка облигаций необходимость и целесообразность внедрения данного механизма назрела»[1], такие облигации могут оказаться полезными и для министерства финансов как эмитента государственных ценных бумаг. В то же время нельзя не отметить и заинтересованность лиц, обладающих временно свободными денежными

[1] Стрип-облигации – новый инструмент финансового рынка // Официальный сайт Минфина России. URL: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/smi/21012019.pdf (дата обращения: 01.04.2026).

средствами и желающими инвестировать их. Так, Ю.М. Селивёрстов отмечает, что стрип-облигации, среди прочего, являются новым финансовым инструментом, дополнительной возможностью диверсифицировать способы инвестирования[1]. Процедура стрипирования может вызвать дополнительный интерес со стороны инвесторов в публичные ценные бумаги, что, в свою очередь, положительно скажется на эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ.

В России на сегодняшний день стрипы недоступны для эмиссии, причем не только для публично-правовых образований, в целом отсутствует соответствующая законодательная конструкция. Вместе с тем заимствование такого рода облигаций российским законодательством требует дополнительного анализа, попытки проведения которого в отечественной науке финансового права и в экономической науке предпринимаются спорадически и неактивно[2]. Между тем многообразие видов публичных ценных бумаг, доступных для инвесторов, повышает их привлекательность. Перенятие опыта Республики Беларусь способно положительно сказаться на целях развития рынка ценных бумаг в России в части роста его капитализации.

Важно использовать зарубежный опыт, а также позитивный российской опыт при проведении долговой политики в регионах. Государственный долг – один из эффективных инструментов для решения проблем достижения баланса доходов и расходов бюджета в условиях рыночной экономики. Эмиссия государственных ценных бумаг в связи с этим выступает современным механизмом привлечения временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц. Совершенствование данного института – важная задача, особенно применительно к субъектам РФ и муниципальным образованиям как к единой системе органов публичной власти регионов.

Для повышения привлекательности региональных ценных бумаг на финансовых рынках целесообразно пересмотреть налогово-правовую политику в

---

[1] См.: Доклад на расширенной коллегии «Адаптироваться к новым условиям» // Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.by/upload/jurnal/2021/2021_3_6.pdf (дата обращения: 01.04.2026).

[2] См.: *Мартьянов А.В.* Стрипование государственных ценных бумаг и возможности его введения в Российской Федерации // Финансы и кредит. 2008. № 31 (319).

части налогообложения доходов, полученных в результате владения данными финансовыми инструментами. Снижение налоговой нагрузки увеличит номинальную доходность облигаций субъектов РФ, что, при прочих равных, позволит снизить нагрузку по обслуживанию государственных (муниципальных) ценных бумаг в целом, достичь целей, поставленных перед администрациями муниципальных образований, исполнительными органами субъектов РФ.

Практика зарубежных стран по вопросу эмиссии субфедеральных ценных бумаг разнообразна. Например, опыт ФРГ видится негативным, не подходящим для какой бы то ни было рецепции в отечественное законодательство. Вместе с тем опыт США требует дополнительного анализа в части особенностей эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ (упрощенные процедуры эмиссии), а также в части наличия специальных доходных облигаций. Принятие соответствующих нормативных правовых актов может положительно сказаться на развитии правового регулирования рынка государственных ценных бумаг РФ.

Опыт Республики Беларусь также видится передовым. Наличие стрип-облигаций в российской практике способно положительно сказаться на показателях спроса на облигации субъектов РФ. Положительным фактором может стать и развитие рынка ценных бумаг в целом, потому как подобная правовая конструкция недоступна также частным эмитентам.

Изучение современного состояния рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ позволяет говорить о накопленном, но нереализованном потенциале правового регулирования. Организация рынка региональных государственных ценных бумаг нуждается в либерализации. Заслуживает внимания вопрос упрощения эмиссии государственных ценных бумаг, так как ныне существующие процедуры требуют большего объема подготовительной работы от эмитентов.

Безусловный интерес представляют альтернативные способы инвестирования, в рамках которых публично-правовое образование имеет возможность софинансировать свои расходы на конкретные проекты с помощью временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц,

заинтересованных в получении иных имущественных прав, создаваемых по итогам реализации проектов. Выпуск соответствующих облигаций позволяет не образовывать субъектам РФ государственный долг в денежном эквиваленте и одновременно привлекать финансирование для реализации проектов.

Базовой целью государства на рынке ценных бумаг является обеспечение роста капитализации фондового рынка не менее чем до 66 % валового внутреннего продукта к 2030 г., что закреплено в Указе Президента РФ, иных нормативных правовых актах. Ряд крупных инвесторов могли бы инвестировать в облигации субъектов РФ, что одновременно решило бы две задачи: обеспечения спроса на государственные ценные бумаги субъектов РФ, а также достижения роста капитализации рынка ценных бумаг за счет соответствующего увеличения количества выпусков ценных бумаг субъектов РФ (который произойдет при решении первой задачи).

Такими инвесторами являются негосударственные пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, страховые организации, Казначейство России. Однако в этом случае необходимо принять стимулирующие нормы для мотивации крупных инвесторов к покупке государственных ценных бумаг субъектов РФ. Указанными мерами стимулирования могут быть различные налоговые льготы, например необлагаемый купонный доход.

Генезис правового регулирования рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ позволяет рассмотреть исследуемое явление в динамике. Современный этап характеризуется наличием ряда вызовов как перед бюджетной системой в целом, так и перед организацией рынка ценных бумаг в частности. Вместе с тем необходимость изменений в подходах к правовому регулированию рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ назрела. Соответствующие изменения, описанию которых в том числе посвящена настоящая глава, способны положительно сказаться на дальнейшем развитии рынка публичных ценных бумаг в России.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках поставленной цели и выдвинутых задач настоящего диссертационного исследования сформулированы понятия «рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ», а также «рынок ценных бумаг», «организация рынка ценных бумаг» и «рынок публичных ценных бумаг». В контексте организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ определено соотношение категорий «ценная бумага» и «эмиссионная ценная бумага». Представлена характеристика организационно-правовых основ рынка ценных бумаг, а также на основе анализа доктрины финансового права и действующих нормативных правовых актов определены принципы рынка ценных бумаг и организации рынка ценных бумаг.

Эмиссию государственных ценных бумаг субъектов РФ необходимо рассматривать через призму взаимосвязанных категорий «источник финансирования дефицита бюджета», «государственные заимствования», «государственный долг» в ракурсе причинно-следственной связи. Выявлено место организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ в системе финансового права. Определен (в виде этапов) перечень актов и мероприятий, принятие и проведение которых необходимо для осуществления эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ. В рамках диссертационного исследования проанализированы практика выпуска государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также соответствующий зарубежный опыт, выявлены актуальные направления совершенствования отечественного рынка ценных бумаг.

В первой главе диссертационного исследования проанализированы теоретические и правовые основы организации рынка ценных бумаг. Сформированные научные положения строились в рамках исследования следующих аспектов.

Круг ценных бумаг по Гражданскому кодексу РФ и круг эмиссионных ценных бумаг в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг не совпадают, что связано с самим рынком ценных бумаг, являющимся пространством, где

осуществляются организованные торги (сделки) с указанными ценными бумагами. Предложена дефиниция понятия государственной ценной бумаги субъекта РФ.

Предложено авторское определение понятия «рынок государственных ценных бумаг субъектов РФ» – это часть национального рынка ценных бумаг, урегулированная преимущественно нормами российского бюджетного права, где осуществляется привлечение и перераспределение капитала субъектами РФ посредством выпуска и обращения государственных ценных бумаг субъектов РФ (облигаций) в целях финансирования дефицита бюджета субъектов РФ и погашения их долговых обязательств. Формулирование понятия позволяет понять саму сущность рассматриваемого явления.

Определены принципы регулирования рынка ценных бумаг:

1) принцип государственного регулирования рынка ценных бумаг;

2) принцип единства нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории Российской Федерации;

3) принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования;

4) принцип равных возможностей;

5) принцип преемственности государственной политики на рынке ценных бумаг;

6) принцип ориентации на мировой опыт и учета тенденции глобализации финансовых рынков;

7) принцип равенства участников рынка ценных бумаг независимо от наличия у них инсайдерской информации.

Несмотря на то, что данные принципы используются по аналогии, они представляют собой основные начала публично-правового регулирования рынка ценных бумаг.

Определено соотношение категорий «источники финансирования дефицита бюджета», «государственные заимствования», «государственный долг» через призму государственных ценных бумаг субъектов РФ. Так, региональные ценные

бумаги являются источником финансирования дефицита бюджета, одновременно выступают одним из способов государственного заимствования, формируют соответствующие долговые обязательства и представляют собой один из видов регионального долга.

В системе финансового права как отрасли российского права сформировался субинститут «организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ». Его основу составляют правовые нормы, регулирующие общественные отношения, связанные с эмиссией, обращением и погашением региональных ценных бумаг как самостоятельной формы публичного регионального долга.

Организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ определена как субинститут в структуре сложносоставного института государственного долга. Принадлежность института государственного долга к системе бюджетного права как подотрасли финансового права позволила определить правовое регулирование организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ как систему бюджетных правоотношений, связанных с выпуском и обращением региональных ценных бумаг.

В системе финансового права как отрасли российского законодательства субинститут финансового законодательства «организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ» необходимо относить к сложносоставному институту бюджетного законодательства (как подотрасли финансового законодательства) – правовым основам государственного долга. Организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ выступает элементом науки финансового права (относится к особенной части финансового права как науки)

Организация рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ одновременно выступает элементом науки финансового права, представляя собой систему упорядоченных знаний, формально выраженных в абстрактных понятиях и категориях, связанных с организацией рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ как видом государственного долга субфедерального уровня. Данный субинститут относится к особенной части финансового права как науки, а

также выступает одной из тем особенной части финансового права как учебной дисциплины и изучается обучающимися, в частности в рамках изучения «Правовых основ публичного долга (кредита)».

Во второй главе диссертационного исследования проанализирована нормотворческая деятельность субъектов РФ, осуществляемая в процессе эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также финансово-правовые отношения, направленные на выпуск и погашение таких ценных бумаг.

Сформированные научные положения строились в рамках исследования следующих аспектов: рассмотрения порядка принятия актов, необходимых для выпуска соответствующих государственных ценных бумаг субъектов РФ; рассмотрения порядка выполнения необходимых действий, непосредственно направленных на эмиссию государственных ценных бумаг субъектов РФ, их погашение.

Установлено, что процесс эмиссии государственных ценных бумаг можно подразделить на следующие стадии:

1) подготовка (разработка) и принятие актов субъектов Российской Федерации, устанавливающих объемы привлечения средств от размещения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации;

2) подготовка и принятие актов субъектов Российской Федерации, регулирующих процедуру выпуска государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации;

3) привлечение услуг агента по размещению облигаций, организатора торговли, центрального депозитария и рейтингового агентства;

4) размещение облигаций;

5) подготовка отчета об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации.

Вместе с тем указанные стадии включают в себя набор необходимых актов или действия, принятие которых необходимо (за рядом исключений) для эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ.

Так, подготовка актов субъектов РФ, устанавливающих объемы привлечения средств от размещения государственных ценных бумаг субъектов РФ, подразумевает принятие: основных направлений долговой политики субъекта РФ; Закона о бюджете субъекта РФ; акта об установлении предельного объема размещения государственных ценных бумаг субъекта РФ.

В свою очередь, подготовка актов субъектов РФ, регулирующих процедуру выпуска государственных ценных бумаг, подразумевает решение задач:

по утверждению Генеральных условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг;

принятию документа в форме нормативного правового акта субъекта РФ, содержащего условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг;

регистрации Условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также изменений, вносимых в Условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг, в Министерстве финансов РФ;

принятию решения об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных ценных бумаг.

Исходя из анализа правовых норм, образующих организацию рынка ценных бумаг субъектов РФ как субинститут финансового права, для полноценного выявления сущности указанного правового явления впервые сформулированы основные принципы организации рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ:

1) принцип нормативно-правовой фиксации условий эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ;

2) принцип ограниченности пределов государственного долга;

3) принцип обеспечения исполнения обязательств;

4) принцип обязательности раскрытия информации о государственных ценных бумагах субъектов РФ

Кроме того, для эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ необходимо привлечение услуг агента по размещению облигаций, организатора

торговли, центрального депозитария и рейтингового агентства. На данном этапе субъекту РФ как эмитенту необходимо:

выбрать финансовую организацию, оказывающую услуги по организации размещения облигаций, – Агента;

выбрать организатора торговли на рынке ценных бумаг – Биржу;

обратиться за услугами центрального депозитария;

обратиться за услугами рейтинговых агентств.

После указанных действий субъект РФ имеет право произвести непосредственно эмиссию соответствующих государственных ценных бумаг субъектов РФ путем размещения облигаций. Именно облигации являются единственным допустимым видом ценных бумаг, который может выпускаться субъектами РФ.

Установлено, что субъектам РФ необходимо также осуществлять подготовку отчета об итогах эмиссии государственных ценных бумаг, что имеет особую значимость в разрезе доступности информации, важной для потенциальных инвесторов. Последние принимают решения на основе экономически значимой информации об эмитенте, его долговой устойчивости. Публично-правовому образованию следует обеспечить инвестиционное сообщество такого рода информацией в силу закона, а также ввиду положительного эффекта в виде повышения спроса на соответствующие ценные бумаги.

Исходя из анализа действующего законодательства, а также из практики, сложившейся в связи с эмиссией государственных ценных бумаг субъектов РФ, предложены следующие стадии, закрепление которых необходимо на уровне нормативно-правового акта:

1) регламентация законом субъекта РФ порядка определения условий выпуска государственных ценных бумаг субъектов РФ; процедуры их выпуска; порядка определения агента по размещению государственных ценных бумаг субъекта РФ и иных лиц, обеспечивающих выпуск и обращение государственных ценных бумаг субъекта РФ; процедуры подготовки отчета об итогах эмиссии;

2) вступление в действие закона о региональном бюджете, определяющего размер дефицита регионального бюджета и выпуск государственных ценных бумаг субъекта РФ как источник их погашения;

3) принятие уполномоченным органом субъекта РФ решения о выпуске государственных ценных бумаг субъекта РФ;

4) регистрация выпуска и его размещение;

5) издание нормативного правового акта уполномоченного органа субъекта РФ, содержащего отчет об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ в прошедшем финансовом году;

6) представление отчета об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ в Министерство финансов РФ;

7) исполнение обязательств эмитента в течение срока обращения выпущенных государственных ценных бумаг субъекта РФ.

Предложены меры по оптимизации процесса эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ для регионов с высокой долговой устойчивостью:

отказаться от принятия Акта об установлении предельного объема размещения государственных ценных бумаг субъекта РФ. Соответствующую информацию возможно включить в Программу государственных внутренних и внешних заимствований субъектов РФ (приложение к закону о бюджете субъекта РФ);

отказаться от принятия Генеральных условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта РФ. Соответствующую информацию указывать в Условиях эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта РФ;

отказаться от государственной регистрации Условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта РФ.

В третьей главе диссертационного исследования проанализирован генезис рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, практика эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, а также аналогичная практика в

зарубежных странах в целях выявления направления совершенствования рынка региональных ценных бумаг.

Стадиями становления рынка государственных ценных бумаг предлагается считать следующие:

1) (1992–1997 гг.): характеризуется началом выпуска рядом регионов различных ценных бумаг, а также некоторой спорадичностью правового регулирования в рассматриваемой области;

2) (1998–2000 гг.): напрямую связан с долговым кризисом в Российской Федерации, что несколько затормозило развитие правового регулирования рынка ценных бумаг субъектов РФ;

3) (2001–2008 гг.): характеризуется бурным развитием рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ, в том числе вследствие наступления положительного эффекта от вступления в действие Бюджетного кодекса Российской Федерации, а также Федерального закона от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»;

4) (2009–2019 гг.): отличается планомерным развитием рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ. Соответствующее правовое регулирование не претерпевало существенных изменений;

5) (2020 г. – настоящее время): период испытаний для экономики России и, как следствие, для всей бюджетной системы РФ в связи с пандемией коронавируса, а также ростом дефицитов бюджетов бюджетной системы РФ с 2022 г.

Выявлено, что практика использования региональных государственных ценных бумаг неравномерно распределилась по субъектам РФ. Кроме того, регионы активно используют бюджетное кредитование. Менее половины субъектов Федерации применяют механизм эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ, несмотря на то, что они являются современным способом финансирования бюджета. Большая часть таких регионов экономически развита, а также относится к группе регионов с высокой долговой устойчивостью.

Предложено разграничение категорий «рыночные заимствования» и «нерыночные заимствования» с учетом позиции законодателя, сложившейся практики, а также сущности самих явлений. Нерыночными в данном случае признаются бюджетные кредиты.

В рамках рассмотрения направления совершенствования рынка государственных ценных бумаг предложена правовая конструкция краудфандинга для имплементации в действующее законодательство. Особый интерес представляет краудревординг как механизм, не порождающий долговые обязательства, но позволяющий осуществлять финансирование известного рода проектов. Вместе с тем выявлено, что использование такого способа финансирования регионов России потребует внесения ряда изменений в действующее законодательство. Появление соответствующих государственных ценных бумаг субъектов РФ может благоприятно сказаться на публичных финансах регионов.

Исследование зарубежной практики организации субфедеральных и региональных ценных бумаг позволило выявить аспекты, потенциально способные оказать положительное влияние на отечественную практику эмиссии публичных ценных бумаг.

Одним из перспективных видов облигаций являются доходные облигации. Их сущность сводится к финансированию инвестиционно привлекательных проектов публично-правовым образованием, которое производится за счет временно свободных денежных средств физических, юридических и иных лиц. Вместе с тем указанные ценные бумаги погашаются за счет доходов от реализации таких проектов, в связи с чем не образуются долговые обязательства субъекта РФ.

Кроме того, в Республике Беларусь допускается выпуск публично-правовыми образованиями так называемых стрип-облигаций. Указанные облигации за счет механизма стрипирования могут быть более востребованы и ликвидны, что может благоприятно сказаться на состоянии рынка государственных ценных бумаг субъектов РФ. Однако для эмиссии таковых

необходима имплементация соответствующих блоков правовых норм в российское бюджетное право (как подотрасль финансового права).

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ

I. Нормативные правовые акты и иные официальные документы

1.1. Международные правовые акты

1. Договор между Российской Федерацией и Республикой Беларусь от 08.12.1999 «О создании Союзного государства» // Бюллетень международных договоров. – 2000. – № 3.

1.2. Нормативные правовые акты Российской Федерации

11. Конституция Российской Федерации : принята всенародным голосованием 12.12.1993 (с учетом поправок, одобр. в ходе общерос. голосования 1 июля 2020 г., с изм. от 4 октября 2022 г.) // Рос. газета. – 1993. – 25 дек.; СЗ РФ. – 2020. – № 11, ст. 1416; http://publication.pravo.gov.ru/, 2020. – 4 окт.

12. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ (в ред. от 26.06.2026) // СЗ РФ. – 1998. № 31, ст. 3823; 2025. – № 52, ч. 1, ст. 8289.

13. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая от 30.11.1994 № 51-ФЗ (в ред. от 10.06.2026) // СЗ РФ. – 1994. – № 32, ст. 3301; 2026. – № 24, ст. 3099.

14. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть первая от 31.07.1998 № 146-ФЗ (в ред. от 04.08.2026) // СЗ РФ. – 1998. – № 31, ст. 3824; 2026. – № 32, ст. 4489.

15. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть вторая от 05.08.2000 № 117-ФЗ (в ред. от 04.08.2026) // СЗ РФ. – 2000. – № 32, ст. 3340; 2026. – № 32, ст. 4489.

16. Закон РФ от 27.11.1992 № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации» (в ред. от 20.02.2026) // Рос. газета. – 1993. – 12 янв.; 2026. – 26 февр.

17. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 20.02.2026) // СЗ РФ. – 1996. – № 17, ст. 1918; 2026. – № 8, ст. 760.

18. Федеральный закон от 05.03.1999 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (в ред. от 19.12.2006) // СЗ РФ. – 1999. – № 10, ст. 1163; 2006. – № 52, ч. 2, ст. 5504.

19. Федеральный закон от 02.01.2000 № 25-ФЗ «О ратификации Договора о создании Союзного государства» // СЗ РФ. – 2000. – № 2, ст. 146.

20. Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (в ред. от 04.08.2026) // СЗ РФ. – 2002. – № 28, ст. 2790; 2026. – № 32, ст. 4531.

21. Федеральный закон от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в ред. от 08.08.2024) // СЗ РФ. – 2010. – № 31, ст. 4193; 2024. – № 33, ч. 1, ст. 4971.

22. Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах» (в ред. от 04.08.2026) // СЗ РФ. – 2011. – № 48, ст. 6726; СЗ РФ. – 2011. – № 48, ст. 6726; 2026. – № 32, ст. 4480.

23. Федеральный закон от 07.12.2011 № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» (в ред. от 09.04.2026) // СЗ РФ. – 2011. – № 50, ст. 7356; 2026. – № 15, ст. 1865.

24. Федеральный закон от 05.04.2013 № 44-ФЗ «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд» (в ред. от 04.08.2026) // СЗ РФ. – 2013. – № 14, ст. 1652; 2026. – № 32, ст. 4527.

25. Федеральный закон от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в ред. от 04.08.2026) // СЗ РФ. – 2019. – № 31, ст. 4418; 2026. – № 32, ст. 4480.

26. Федеральный закон от 02.08.2019 № 278-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации в целях совершенствования правового регулирования

отношений в сфере государственных (муниципальных) заимствований, управления государственным (муниципальным) долгом и государственными финансовыми активами Российской Федерации и признании утратившим силу Федерального закона "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг"» // СЗ РФ. – 2019. – № 31, ст. 4437.

27. Федеральный закон от 21.11.2022 № 448-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации, приостановлении действия отдельных положений Бюджетного кодекса Российской Федерации, признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы Российской Федерации в 2023 году» // СЗ РФ. – 2022. – № 48, ст. 8319.

28. Федеральный закон от 05.12.2022 № 466-ФЗ «О федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов» // Официальный сайт Правительства России. – URL: http://government.ru/docs/all/144850/ (дата обращения: 11.01.2026).

29. Федеральный закон от 27.11.2023 № 540-ФЗ «О федеральном бюджете на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов» // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=305117-federalnyi_zakon_ot_27.11.2023__540-fz_o_federalnom_byudzhete_na_2024_god_i_na_planovyi_period_2025_i_2026_godov (дата обращения: 11.01.2026).

30. Федеральный закон от 30.11.2024 № 419-ФЗ «О федеральном бюджете на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов» (в ред. от 04.11.2025) // Рос. газета. – 2024. – 5 дек.; 2025. – 14 нояб.

31. Федеральный закон от 28.11.2025 № 426-ФЗ «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. – URL: https://docs.cntd.ru/document/1314634875 (дата обращения: 11.01.2026).

32. Федеральный закон от 26.06.2026 № 195-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Официальное опубликование правовых актов. – URL: http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202606260034 (дата обращения: 10.10.2025).

33. Указ Президента РФ от 01.07.1996 № 1008 «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации» (в ред. от 16.10.2000) // СЗ РФ. – 1996. – № 28, ст. 3356; 2000. – № 43, ст. 4233.

34. Указ Президента РФ от 16.01.2017 № 13 «Об утверждении Основ государственной политики регионального развития Российской Федерации на период до 2025 года» // См.: СЗ РФ. – 2017. – № 4, ст. 637.

35. Указ Президента РФ от 03.03.2023 № 138 «О дополнительных временных мерах экономического характера, связанных с обращением ценных бумаг» (в ред. от 09.09.2024) // СЗ РФ. – 2023. – № 10, ст. 1662; 2024. – № 38, ст. 5622.

36. Указ Президента РФ от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» // СЗ РФ. – 2024. – № 20, ст. 2584.

37. Постановление Правительства РФ от 01.12.2012 № 1238 «О государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг, а также об отчетах о проведенной эмиссии» (вместе с «Правилами государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, а также изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг», «Правилами представления субъектами Российской Федерации и муниципальными образованиями отчетов об итогах эмиссии государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных

бумаг») (в ред. от 09.12.2022) // СЗ РФ. – 2012. – № 50, ч. 6, ст. 7056; 2022. – № 51, ст. 9233.

38. Постановление Правительства РФ от 20.01.2014 № 40 «О требованиях к минимальному уровню кредитных рейтингов субъектов Российской Федерации и муниципальных образований» (в ред. от 17.02.2020) // СЗ РФ. – 2014. – № 4, ст. 387; 2020. – № 8, ст. 1024.

39. Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 316 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации "Экономическое развитие и инновационная экономика"» (в ред. от 10.02.2026) // СЗ РФ. – 2014. – № 18, ч. 2, ст. 2162; 2026. – № 7, ст. 682.

40. Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 320 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации "Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков"» (в ред. от 21.02.2026) // СЗ РФ. – 2014. – № 18, ч. 3, ст. 2166; 2026. – № 8, ст. 944.

41. Постановление Правительства РФ от 04.03.2020 № 227 «Об утверждении Правил проведения оценки долговой устойчивости субъектов Российской Федерации» (в ред. от 29.05.2026) // СЗ РФ. – 2020. – № 10, ст. 1349; 2026. – № 22, ст. 2880.

42. Постановление Правительства РФ от 21.09.2021 № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации» (в ред. от 14.10.2025) // СЗ РФ. – 2021. – № 40, ст. 6818; 2025. – № 42, ст. 6170.

43. Постановление Правительства РФ от 29.12.2021 № 2534 «О соглашениях, которые предусматривают меры по социально-экономическому развитию и оздоровлению государственных финансов субъектов Российской Федерации» (в ред. от 29.12.2023) // СЗ РФ. – 2022. – № 1, ч. 4, ст. 228; 2024. – № 6, ст. 831.

44. Постановление Правительства РФ от 16.12.2022 № 2337 «О внесении изменений в Правила отнесения акций и облигаций российских организаций, а

также инвестиционных паев, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, к ценным бумагам высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики» // СЗ РФ. – 2022. – № 52, ст. 9609.

45. Распоряжение Правительства РФ от 28.04.2015 № 753-Р «О реализации статьи 111 Федерального закона от 5 апреля 2013 г. № 44-ФЗ "О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд"» (в ред. от 15.05.2021) // СЗ РФ. – 2015. – № 18, ст. 2766; 2021. – № 21, ст. 3636.

46. Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2022 № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года» (в ред. от 21.12.2023) // СЗ РФ. – 2023. – № 1, ч. 3, ст. 476; № 52, ст. 9722.

47. Распоряжение Правительства РФ от 24.10.2023 № 2958-р «Об утверждении Стратегии повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года» // СЗ РФ. – 2023. – № 45, ст. 8091; 2025. – № 42, ст. 6233.

48. Распоряжение Правительства РФ от 20.08.2025 № 2259-р «О списании задолженности Республики Башкортостан, Республики Ингушетия, Удмуртской Республики, Республики Хакасия, Астраханской области, Костромской области, Пензенской области, Саратовской области и Томской области перед Российской Федерацией по бюджетным кредитам» // СЗ РФ. – 2025. – № 35, ст. 5251.

49. Распоряжение Министерства экономики и финансов Московской области от 11.04.2023 № 24РВ-23 «О порядке отбора финансовых организаций для оказания услуг по обслуживанию процедур выпуска, размещения и обращения облигаций Московских областных внутренних облигационных займов 2023 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» (в ред. от 09.10.2023) // Официальный сайт Министерства экономики и финансов Московской области. – URL: http://www.mef.mosreg.ru, 12.04.2023; 09.10.2023 (дата обращения: 11.07.2025).

50. Постановление ФАС Северо-Западного округа от 5 марта 2004 г. № А56-41660/03 // Справ. правовая система «КонсультантПлюс».

51. Приказ Казначейства России от 18.09.2025 № 9н «Об утверждении Порядка осуществления операций по управлению остатками средств на едином счете федерального бюджета и едином казначейском счете в части покупки (продажи) ценных бумаг по договорам репо, заключения договоров займа ценных бумаг и форм документов, применяемых при проведении указанных операций» (зарег. в Минюсте России 17.11.2025 № 84181) // Справ. правовая система «КонсультантПлюс».

52. Приказ Минфина России от 19.08.2004 № 68н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций»: зарегистрирован в Минюсте России 10.09.2004 № 6013 (в ред. от 05.05.2008) // Рос. газета. – 2004. – 14 сент.; 2008. – 31 мая.

53. Приказ Минфина России от 18.09.2014 № 101н «Об утверждении стандартов раскрытия информации о государственных ценных бумагах субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг, и форм заявлений о государственной регистрации условий эмиссии и обращения этих ценных бумаг, а также изменений, вносимых в эти условия» // Официальный интернет-портал правовой информации. – URL: https://www.pravo.gov.ru (дата обращения: 19.05.2026).

54. Письмо Минфина России от 01.12.2014 № 06-03-05/61507 «О направлении рекомендаций по направлениям роста доходов и оптимизации расходов при формировании бюджетов субъектов Российской Федерации на 2015–2017 годы» // Справ. правовая система «КонсультантПлюс». – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_154112/ (дата обращения: 01.03.2026).

55. Положение Банка России от 27.07.2015 № 481-П «О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в

Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг» (в ред. от 16.12.2020) (зарегистрировано в Минюсте России 25.08.2015 № 38673) // Вестник Банка России. – 2015. – № 75.

56. Положение Банка России от 29.06.2022 № 798-П «О порядке лицензирования Банком России видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, указанных в статьях 3–5, 7 и 8 Федерального закона от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", и порядке ведения Банком России реестра профессиональных участников рынка ценных бумаг, о порядке принятия Банком России решения о внесении (об отказе во внесении) сведений о лице в единый реестр инвестиционных советников и порядке ведения Банком России указанного реестра, а также о порядке предоставления Банком России лицензии на осуществление деятельности инвестиционного фонда, лицензии управляющей компании на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, лицензии на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и порядке ведения Банком России реестров указанных лицензий» (зарегистрировано в Минюсте России 8 ноября 2022 г. № 70858) // Вестник Банка России. – 2022. – № 55.

57. Решение Совета директоров Банка России от 26.12.2025 «О требованиях к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих депозитарную деятельность, при осуществлении ими учета прав на отдельные виды ценных бумаг и перечислении ими выплат в денежной форме по отдельным видам финансовых инструментов, а также о порядке передачи российскими юридическими лицами, имеющими обязательства, связанные с еврооблигациями, денежных средств держателям еврооблигаций» //

Официальный сайт Банка России. – URL: http://www.cbr.ru/, 30.12.2025 (дата обращения: 18.02.2026).

58. Указание Банка России от 02.11.2018 № 4956-У «О требованиях к инвестиционным советникам» (в ред. от 01.08.2019) (зарегистрировано в Минюсте России 14.01.2019 № 53340) // Вестник Банка России. – 2019. – № 10.

59. Указание Банка России от 29.10.2020 № 5606-У «О присвоении Банком России статуса центрального депозитария» // Вестник Банка России. – 2020. – № 102.

60. Указание Банка России от 21.11.2025 № 7246-У «О порядке определения рыночной цены ценных бумаг, расчетной цены ценных бумаг, а также порядке определения предельной границы колебаний рыночной цены в целях главы 23 Налогового кодекса Российской Федерации» // Справ. правовая система «КонсультантПлюс».

61. Закон Ленинградской области от 11.03.2009 № 18-оз «О государственном долге Ленинградской области» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. – URL: https://docs.cntd.ru/document/891806539 (дата обращения: 16.09.2025).

62. Закон Ленинградской области от 22.12.2025 № 173-оз «Об областном бюджете Ленинградской области на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» // Официальное опубликование правовых актов. – URL: http://publication.pravo.gov.ru/document/4700202512230017 (дата обращения: 01.04.2026).

63. Закон Московской области от 31.10.2008 № 159/2008-ОЗ «О долге Московской области» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. – URL: https://docs.cntd.ru/document/819070410/titles/7DE0K8 (дата обращения: 16.09.2025).

64. Закон Санкт-Петербурга от 20.07.2007 № 371-77 «О бюджетном процессе в Санкт-Петербурге» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. – URL: https://docs.cntd.ru/document/8453909 (дата обращения: 16.09.2025).

65. Закон Саратовской области от 09.12.2025 № 95-ЗСО «Об областном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (в ред. от 20.08.2026) // Официальное опубликование правовых актов. – URL: http://publication.pravo.gov.ru/document/6400202512160001 (дата обращения: 01.04.2026).

66. Закон Тамбовской области от 19.12.2025 № 766-З «О бюджете Тамбовской области на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (с изм. на 03.07.2026) // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. – URL: https://docs.cntd.ru/document/408117115 (дата обращения: 01.04.2026).

67. Постановление Правительства Москвы от 10.07.2014 № 394-ПП «Об основных положениях новой экологической политики города Москвы на период до 2030 года» (в ред. от 22.11.2016) (вместе с Положением о Межведомственной рабочей группе по организации разработки экологической стратегии города Москвы на период до 2030 года в соответствии с положениями новой экологической политики города Москвы на период до 2030 года) // Вестник Мэра и Правительства Москвы. – 2014. – № 39; 2016. – № 66.

68. Постановление Правительства Москвы от 24.02.2021 № 207-ПП «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы с постоянным купонным доходом» // Вестник Мэра и Правительства Москвы. – 2021. – № 13.

69. Постановление Правительства Москвы от 27.04.2021 № 513-ПП «Об утверждении Решения об эмиссии семьдесят четвертого выпуска облигаций Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы // Портал Москвы. – URL: https://www.mos.ru/authority/documents/doc/46392220/ (дата обращения: 30.04.2025).

70. Постановление Правительства Москвы от 18.04.2023 № 683-ПП «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения» // Вестник Москвы. – 2023. – № 23.

71. Постановление Правительства Москвы от 18.04.2023 № 684-ПП «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения с фиксированным купонным доходом» // Официальный портал Мэра и Правительства Москвы. – URL: https://www.mos.ru/upload/documents/files/6191/684_PP_usloviya_naselenie_2023.pdf (дата обращения: 14.08.2026).

72. Постановление Правительства Москвы от 23.05.2023 № 823-ПП «Об утверждении Решения об эмиссии первого выпуска облигаций Городского облигационного займа Москвы для населения» // Вестник Москвы. – 2023. – № 30.

73. Постановление Правительства Московской области от 28.09.2023 № 785-ПП «Об утверждении основных направлений государственной долговой политики Московской области на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов» // Официальный интернет-портал Правительства Московской области. – URL: http://www.mosreg.ru, 28.09.2023 (дата обращения: 17.11.2025).

74. Постановление Правительства Московской области от 02.02.2024 № 74-ПП «Об установлении предельных объемов размещения государственных ценных бумаг Московской области на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов» // Официальный интернет-портал Правительства Московской области. – URL: http://www.mosreg.ru, 02.02.2024 (дата обращения: 21.12.2025).

75. Постановление Правительства Саратовской области от 06.07.2017 № 337-П «Об утверждении генеральных условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг Саратовской области» // Архив документов правительства Саратовской области. – URL: https://saratov-gov.ru/doc/83303 (дата обращения: 14.08.2026).

76. Постановление администрации города Красноярска Красноярского края от 13.10.2020 № 817 «Об утверждении Решения об эмиссии выпуска муниципальных ценных бумаг города Красноярска 2020 года» // Городские новости. – 2020. – № 119.

77. Постановление администрации муниципального образования город Краснодар Краснодарского края от 18.12.2020 № 5547 «Об утверждении решения об эмиссии выпуска муниципальных ценных бумаг в виде облигаций муниципального образования город Краснодар 2020 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» // Краснодарские известия. – 2020. – № 146.

78. Постановление главы администрации Краснодарского края от 07.09.2007 № 853 «Об утверждении Генеральных условий эмиссии и обращения государственных облигаций Краснодарского края» // Официальный сайт администрации (губернатора) Краснодарского края. – URL: https://admkrai.krasnodar.ru/upload/iblock/59e/59e1040c6210ee3a387486abd142603b.pdf (дата обращения: 17.10.2025).

79. Постановление Губернатора Краснодарского края от 28.12.2023 № 1186 «Об установлении предельного объема размещения государственных ценных бумаг Краснодарского края на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов по номинальной стоимости» // Кубанские новости. – 2024. – № 78.

80. Постановление администрации города Томска Томской области от 18.12.2020 № 1094 «Об утверждении Решения об эмиссии среднесрочных облигаций Томского городского займа 2020 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» // Сборник официальных материалов муниципального образования «Город Томск». – 2020. – № 62.

81. Постановление мэрии города Новосибирска от 15.11.2017 № 5143 «Об утверждении решения об эмиссии муниципальных облигаций города Новосибирска 2017 года (в форме документарных ценных бумаг на предъявителя) с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» // Бюллетень органов местного самоуправления города Новосибирска. – 2017. – № 49.

82. Распоряжение Губернатора Краснодарского края от 21.12.2022 № 507-р «Об утверждении основных направлений долговой политики Краснодарского края на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов» // Официальный сайт

Министерства финансов Краснодарского края. – URL: https://minfin.krasnodar.ru, 19.01.2023 (дата обращения: 06.09.2025).

83. Приказ Министерства финансов Краснодарского края от 23.05.2018 № 218 «Об утверждении Решения об эмиссии выпуска государственных облигаций Краснодарского края 2018 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» // Электронный фонд правовой и нормативно-технической информации. – URL: https://docs.cntd.ru/document/543636755 (дата обращения: 27.11.2025).

84. Приказ Министерства финансов Республики Башкортостан от 14.05.2024 № 109 «Об утверждении Порядка проведения отбора финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций внутренних облигационных займов, для оказания услуг по размещению государственных облигаций Республики Башкортостан 2024 года» // Официальный сайт Министерства финансов Республики Башкортостан. – URL: https://minfin.bashkortostan.ru, 14.05.2024 (дата обращения: 02.02.2026).

1.3. Зарубежные правовые акты

85. Конституция Республики Беларусь // Официальный сайт Президента Республики Беларусь. – URL: https://president.gov.by/ru/gosudarstvo/constitution (дата обращения: 01.04.2026).

86. Бюджетный кодекс Республики Беларусь от 16.07.2008 № 412-З // Национальный центр законодательства и правовой информации Республики Беларусь. – URL: https://etalonline.by/document/?regnum=Hk0800412 (дата обращения: 01.04.2026).

1.4. Проекты правовых актов

87. Законопроект № 609452-7 «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации в целях совершенствования правового регулирования отношений в сфере государственных (муниципальных) заимствований, управления государственным (муниципальным) долгом и государственными финансовыми

активами Российской Федерации и признании утратившим силу Федерального закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» // Система обеспечения законодательной деятельности. – URL: https://sozd.duma.gov.ru/bill/609452-7 (дата обращения: 15.05.2026).

1.5. Правовые акты, утратившие силу

88. Основной Закон (Конституция) Союза Советских Социалистических Республик (утв. ЦИК СССР 06.07.1923) // СУ РСФСР. – 1923. – № 81, ст. 782.

89. Конституция (Основной Закон) Союза Советских Социалистических Республик (утв. Постановлением Чрезвычайного VIII Съезда Советов СССР от 05.12.1936) // Известия ЦИК СССР и ВЦИК. – 1936. – № 283.

90. Конституция (Основной Закон) Союза Советских Социалистических Республик (принята ВС СССР 07.10.1977) (в ред. от 14.03.1990) // Ведомости ВС СССР. – 1977. – № 41, ст. 617; Ведомости СНД СССР и ВС СССР. – 1990. – № 12, ст. 189.

91. Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (в ред. от 14.06.2012) // СЗ РФ. – 1998. – № 31, ст. 3814; 2012. – № 25, ст. 3269.

92. Указ Президента РФ от 03.06.1996 № 803 «Об Основных положениях региональной политики в Российской Федерации» // СЗ РФ. – 1996. – № 23, ст. 2756.

93. Закон города Москвы от 18.04.2001 № 15 «О государственном долге города Москвы» // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. – URL: https://docs.cntd.ru/document/3626480 (дата обращения: 16.09.2025).

94. Закон города Москвы от 14.11.2007 № 43 «О государственном долге города Москвы» // Официальный портал Мэра и Правительства Москвы. – URL: https://www.mos.ru/authority/documents/doc/8395220/ (дата обращения: 16.09.2025).

1.6. Иные официальные документы

95. Бюджетное послание Президента РФ В. Путина Федеральному Собранию «О бюджетной политике на 2002 год» // Рос. газета. – 2001. – 24 апр.

96. Послание Президента РФ В. Путина Федеральному Собранию от 29 февраля 2024 г. // Рос. газета. – 2024. – 1 марта.

97. Информация Минфина России от 30.09.2015 «О распоряжении Правительства Российской Федерации от 28 апреля 2015 г. № 753-р» // Справ. правовая система «Гарант». – URL: https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71100244/ (дата обращения: 01.12.2025).

98. Методические рекомендации по подготовке и реализации практик инициативного бюджетирования в Российской Федерации (в ред. от 05.12.2023) // СПС «КонсультантПлюс». – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_372984/ (дата обращения: 02.05.2025).

99. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов (разработаны Банком России) // Официальный сайт Банка России. – URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/file/71220/main_directions.pdf (дата обращения: 27.11.2025).

100. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов // Официальный сайт Банка России. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/143773/onfr_2023-2025.pdf (дата обращения: 27.04.2025).

101. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов (разработаны Банком России). – Документ опубликован не был. Доступ из Справ. правовой системы «КонсультантПлюс».

102. Рекомендации по проведению субъектами Российской Федерации ответственной заемной/долговой политики от 18.12.2015 (разработаны Минфином

России) // Электронный фонд правовых и нормативно-технических документов. – URL: https://docs.cntd.ru/document/420326640 (дата обращения: 16.12.2025).

103. Методические рекомендации для субъектов Российской Федерации по осуществлению заимствований на финансовых рынках от 12 октября 2021 г. // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=134365 (дата обращения: 16.12.2025).

II. Научная и специальная литература

2.1. Монографии

104. Economics, management, law: realities and perspectives: Collection of scientific articles. – Les Editions Originale, Paris, France, 2016. – 493 p.

105. Белов, В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов; под ред. Е.А. Суханова. – М.: ЮрИнфоР, 1996. – 438 с.

106. Вознесенский, Э.А. Финансы как стоимостная категория / Э.А. Вознесенский. – М.: Финансы и статистика, 1985. – 159 с.

107. Галкова, Е.В. Правовое регулирование эмиссии ценных бумаг по российскому праву и праву зарубежных стран (сравнительно-правовой аспект) : монография / Е.В. Галкова. – М.: Статут, 2014. – 240 с.

108. Головачев, Д.Л. Государственный долг: теория, российская и мировая практика / Д.Л. Головачев; под ред. М.А. Сажиной. – М.: ЧеРо, 1998. – 176 с.

109. Данилов, Ю.А. Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика / Ю.А. Данилов. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. – 432 с.

110. Комментарий к Бюджетному кодексу Российской Федерации (постатейный) / Л.Л. Арзуманова, Н.М. Артемов, Е.М. Ашмарина и др.; под ред. Е.Ю. Грачевой. – М.: Проспект, 2009. – 576 с.

111. Лифшиц, И.М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском Союзе / И.М. Лившиц. – М.: Статут, 2012. – 253 с.

112. Миркин, Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я.М. Миркин. – М.: Geleos Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – 480 с.

113. Петров, М.И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг / М.И. Петров. – СПб.: Питер, 2005. – 240 с.

114. Почежерцева, З.А. Правовое регулирование рынка ценных бумаг России: частноправовые и публично-правовые начала : монография / З.А. Почежерцева. – М.: Проспект, 2015. – 200 с.

115. Распутный, Ю.Н. О рынке ценных бумаг: комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (постатейный) / Ю.Н. Распутный, Н.А. Горбачева, Ж.В. Никитина. – М.: Деловой двор, 2009. – 181 с.

116. Селивановский, А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг / А.С. Селивановский. – М.: Издат. дом Высшей школы экономики, 2014. – 584 с.

117. Соколова, Э.Д. Правовое регулирование финансовой деятельности государства и муниципальных образований / Э.Д. Соколова. – М.: Юриспруденция, 2019. – 272 с.

118. Тедеев, А.А. Финансовое право : учебник для бакалавров / А.А Тедеев. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Эскмо, 2021. – 448 с.

119. Фабоцци, Ф.Д. Рынок облигаций: анализ и стратегии / Ф.Д. Фабоцци; пер. с англ. – 3-е изд., испр. и доп. – М.: Альпина Паблишер, 2022. – 1194 с.

120. Хабриева, Т.Я. Доктринальные основы практики Верховного Суда Российской Федерации : монография / Т.Я. Хабриева, А.И. Ковлер, Р.А. Курбанов; отв. ред. Т.Я. Хабриева. – М.: Норма: ИНФРА-М, 2023.– 384 с.

121. Цареградская, Ю.К. Государственный долг России в системе финансового права: особенности правового регулирования : монография / Ю.К. Цареградская; под ред. О.В. Болтиновой. – М.: Проспект, 2016. – 136 с.

122. Энциклопедия российского финансового права / под ред. Е.Ю. Грачевой, Р.Е. Артюхина. – М.: Проспект, 2024. – 928 с.

2.2. Учебная и справочная литература

123. Алексеев, С.С. Теория государства и права : учебник для вузов / С.С. Алексеев. – М.: Норма, 2005. – 496 с.

124. Берзон, Н.И. Рынок ценных бумаг : учебник для вузов / Н.И. Берзон [и др.]; под общ. ред. Н.И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Юрайт, 2023. – 514 с.

125. Виноградов, С.Н. Логика : учебник для средней школы / С.Н. Виноградов, А.Ф. Кузьмин. – 2-е изд. – М.: ГУПИ МП РСФСР, 1954. – 175 с.

126. Гетманова, А.Д. Учебник логики. Со сборником задач : учебник / А.Д. Гетманова. – 8-е изд., перераб. – М.: Кнорус, 2011. – 368 с.

127. Гражданское право : учебник : в 2 т. / под ред. Б.М. Гонгало. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Статут, 2018. – Т. 1. – 528 с.

128. Гражданское право : учебник : в 4 т. – Т. 1: Общая часть / [В.С. Ем и др.]; отв. ред. Е.А. Суханов. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 720 с.

129. Гражданское право : учеб. пособие / Е.Г. Шаблова, О.В. Жевняк; под общ. ред. Е.Г. Шабловой. – Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2015. – 136 с.

130. Кириллов, В.И. Логика : учебник для юридических вузов / В.И. Кириллов, А.А. Старченко; под ред. В.И. Кириллова. – 6-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК Велби: Проспект, 2008. – 240 с.

131. Кучеров, И.И. Цифровой контур публичных финансов и право : науч.-практ. пособие / И.И. Кучеров, Н.А. Поветкина и др. – М.: Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации; Юриспруденция, 2022. – 232 с.

132. Лубкова, Э.М. Инвестиции: учеб.-метод. пособие / Э.М. Лубкова, О.В. Зонова. – Кемерово: Издат. центр КузГТУ, 2018. – 130 с.

133. Матузов, Н.И. Теория государства и права : учебник / Н.И. Матузов, А.В. Малько. – М.: Юристъ, 2004. – 512 с.

134. Мелехин, А.В. Теория государства и права : учебник / А.В. Мелехин. – М.: Маркет ДС, 2007. – 640 с.

135. Молотников, А.Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг : учеб. пособие / А.Е. Молотников. – М.: Стартап, 2013. – 549 с.

136. Нишатов, Н.П. Рынок государственных и муниципальных ценных бумаг : учеб. пособие / Н.П. Нишатов. – М.: Центркаталог, 2019. – 103 с.

137. Пилипенко, А.А. Финансовое право : учеб. пособие / А.А. Пилипенко. – Минск: Книжный Дом, 2007. – 608 с.

138. Правовые основы финансовой грамотности и защита прав потребителей финансовых услуг : учебник / под ред. Е.В. Покачаловой. – М.: Проспект, 2026. – 432 с.

139. Предпринимательское право. Правовое регулирование отдельных видов предпринимательской деятельности : учебник и практикум для вузов / Г.Ф. Ручкина [и др.]; под ред. Г.Ф. Ручкиной. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Юрайт, 2023. – 391 с.

140. Пробин, П.С. Финансовые рынки : учеб. пособие / П.С. Пробин, Н.А. Проданова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 176 с.

141. Рубцов, Б. Современные фондовые рынки : учеб. пособие для вузов / Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

142. Рудый, К.В. Финансы внешнеэкономической деятельности : учеб. пособие / К.В. Рудый. – Минск: Высшая школа, 2004. – 347 с.

143. Рынок ценных бумаг: теория и практика : учебник / под ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 752 с.

144. Суэтин, А.А. Международный финансовый рынок : учеб. пособие / А.А. Суэтин. – М.: Кнорус, 2004. – 216 с.

145. Сычева, С.Г. Логика и теория аргументации : учеб. пособие / С.Г. Сычева. – Томск: Изд-во Том. политех. ун-та, 2008. – 108 с.

146. Теория государства и права : учебник / под ред. А.А. Клишаса. – М.: Статут, 2019. – 512 с.

147. Тюкавкин, Н.М. Теоретические основы рынка ценных бумаг : учеб. пособие / Н.М. Тюкавкин. – Самара: Изд-во Самар. гос. ун-та, 2016. – 176 с.

148. Учебное пособие по гражданскому праву (краткий курс) / [Н.А. Боровинская и др.]; отв. ред. С.Ю. Морозов. – 2-е изд., перераб. – Ульяновск: Изд-во Ульянов. гос. ун-та, 2014. – 301 с.

149. Финансовое право : учебник / отв. ред. Н.И. Химичева. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Норма: ИНФРА-М, 2012. – 752 с.

150. Финансовое право : учебник / отв. ред. Н.И. Химичева, Е.В. Покачалова. – 6-е изд., перераб. и доп. – М.: Норма: ИНФРА-М, 2020. – 800 с.

151. Финансовое право : учеб. пособие / отв. ред. И.В. Рукавишникова. – М.: Норма, 2007. – 512 с.

152. Финансовые рынки и институты : учебник / Е.Г. Князева, Е.А. Разумовская, Н.Н. Мокеева [и др.]; под ред. О.А. Школик. – Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021. – 312 с.

153. Финансы: учебник для вузов / под ред. проф. Л.А. Дробозиной. – М.: ЮНИТИ, 2002. – 527 с.

154. Хоменко, Е.Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг : учеб.-практ. пособие / Е.Г. Хоменко. – М.: Юрист, 2008. – 174 с.

155. Челпанов, Г.И. Учебник логики / Г.И. Челпанов. – М.: Научная Библиотека, 2010. – 128 с.

156. Ширшов, Е.В. Финансовый рынок : учеб. пособие / Е.В. Ширшов, Н.И. Петрик. – 2-е изд., испр. и доп. – М.: Проспект, 2016. – 113 с.

157. Шуклина, М.А. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты : учеб. пособие / М.А. Шуклина. – М.: Университет «Синергия», 2020. – 198 с.

158. Шумилов, В.М. Международное финансовое право : учебник / В.М. Шумилов, И.М. Лифшиц. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Юстиция, 2017. – 302 с.

159. Шуталева, А.В. Философия : учеб. пособие / А.В. Шуталева, Н.И. Савцова. – Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2017. – 112 с.

2.3. Статьи в научных журналах и иных изданиях

160. Akman, M.S. World Trading System under Stress: Scenarios for the Future / M.S. Akman, S. Armstrong, U. Dadush // Global Policy. – 2020. – Vol. 11, № 3. – P. 360–366.

161. Абазбекова, А.А. Особенности муниципальных ценных бумаг в современных условиях / А.А. Абазбекова // Вестник Сибирского института бизнеса и информационных технологий. – 2023. – № 3.

162. Алексеева, И.А. Эволюция и перспективы развития рынка облигаций федеральных займов / И.А. Алексеева, И.А. Петрова // Известия Байкальского государственного университета. – 2018. – № 4. – С. 640–649.

163. Алпатов, А.А. Право и экономика: вопросы соотношения / А.А. Алпатов // Право. Журнал Высшей школы экономики. – 2010. – № 4. – С. 3–22.

164. Андреева, Г.Н. Конституционные основы антиинфляционного регулирования: поиски оптимального решения / Г.Н. Андреева // Финансовое право. – 2022. – № 3. – С. 3–6.

165. Белякович, Е.В. Понятие и пределы правового регулирования / Е.В. Белякович // Сибирский юридический вестник. – 2006. – № 4. – С. 3–9.

166. Братерский, М.В. Мир фрагментации на смену миру глобализации / М.В. Братерский // Актуальные проблемы Европы. – 2024. – № 1 (121). – С. 18–41.

167. Бурова, Д.В. Рынок ценных бумаг – комплексное правовое формирование в системе российского законодательства / Д.В. Бурова // Современное право. – 2012. – № 2. – С. 67–70.

168. Бушев, А.Ю. Цифровые ценные бумаги и защита прав их обладателей / А.Ю. Бушев // Закон. – 2021. – № 10. – С. 27–38.

169. Виньо, М. Мягкие бюджетные ограничения субнациональных властей: теория, практика и выводы для России / М. Виньо, П. Кадочников, С. Синельников-Мурылев, И. Трунин, С. Четвериков // Экономическая политика. – 2006. – № 2. – С. 180–208.

170. Гордин, В.А. Кредитный рейтинг и его влияние на эффективность размещения облигационных займов субъектами Российской Федерации и органами местного самоуправления / В.А. Гордин // Финансы и кредит. – 2001. – № 18 (90). – С. 13–24.

171. Горловская, И.Г. Концептуальные основы формирования и развития регионального рынка ценных бумаг / И.Г. Горловская, А.А. Миллер // Известия

Уральского государственного экономического университета. – 2012. – № 6 (44). – С. 37–44.

172. Евлахова, Ю.С. Понятие финансового рынка с позиций современной теории финансов / Ю.С. Евлахова // Финансовый журнал. – 2011. – № 3. – С. 81–92.

173. Земцов, А.А. О защите прав розничных инвесторов в сегменте российского рынка ценных бумаг / А.А. Земцов, В.Ю. Цибульникова // Вестник Томского государственного университета. Серия: Экономика. – 2016. – № 3 (35). – С. 110.

174. Казак, Е.С. Реформа федеративных отношений в Германии: взаимосвязь права и политики / Е.С. Казак // Конституционное и муниципальное право. – 2012. – № 7. – С. 51–56.

175. Калинина, И.А. Инвестиционная деятельность Российской Федерации: правовой и управленческий аспекты / И.А. Калинина, С.В. Рыбакова // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: История и право. – 2014. – № 4. – С. 30–37.

176. Крохина, Ю.А. Правотворчество субъектов Российской Федерации в бюджетной сфере / Ю.А. Крохина // Журнал российского права. – 2001. – № 5. – С. 70–77.

177. Кудрин, А.Л. Субнациональные бюджетные правила: зарубежный и российский опыт / А.Л. Кудрин, А.Н. Дерюгин // Экономическая политика. – 2018. – Т. 13, № 1. – С. 22.

178. Лушников, А.М. Право и экономика: методологические подходы к междисциплинарным исследованиям / А.М. Лушников // Юридическая наука и практика: Вестник Нижегородской академии МВД России. – 2019. – № 1 (45). – С. 39–44.

179. Макарова, Н.А. К вопросу о природе и причинах возникновения юридических коллизий / Н.А. Макарова // Вестник Самарского юридического института. – 2021. – № 3 (44). – С. 54–57.

180. Макушкин, М.С. Детерминанты доходностей облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) / М.С. Макушкин // Финансовый журнал. – 2025. – № 5. – С. 8–25.

181. Мартьянов, А.В. Стрипование государственных ценных бумаг и возможности его введения в Российской Федерации / А.В. Мартьянов // Финансы и кредит. – 2008. – № 31 (319). – С. 41–45.

182. Мельникова, В.А. Краудфандинг как форма коллективного инвестирования: финансово-правовые аспекты / В.А. Мельникова, Е.А. Первышов // Правовая политика и правовая жизнь. – 2021. – № 4. – С. 79–85.

183. Михайлова, А.А. Кредитоспособность регионов России: на что обращать внимание / А.А. Михайлова, Е.Н. Тимушев // Финансовый журнал. – 2020. – № 6. – С. 69–86.

184. Орехов, И.В. Понятие и признаки субинститута права: настоящее и будущее / И.В. Орехов // Вестник ОмГУ. – Серия: Право. – 2016. – № 3 (48). – С. 51–55.

185. Островская, Н.Б. Трансформация источников финансирования проектов субъектов малого и среднего предпринимательства в условиях цифровизации экономики / Н.Б. Островская, А.Р. Шамионов // Юрист. – 2022. – № 6.

186. Петров, Д.Е. Отраслевое строение права и его структура: аспекты соотношения / Д.Е. Петров // Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева. – 2015. – № 2 (82). – С. 23–29.

187. Покачалова, Е.В. Особенности финансовых правоотношений в области публичного долга и кредита: виды и состав участников / Е.В. Покачалова // Финансовое правоотношение: доктринальные и правоприменительные аспекты : сб. ст. по матер. Междунар. науч.-практ. конф. (Саратов, 28 сентября 2016 г.). – Саратов: Изд-во Сарат. гос. юрид. акад., 2018. – С. 187–192.

188. Покачалова, Е.В. Финансовая правосубъектность участников отношений в сфере публичного (государственного) и частного (банковского)

кредита / Е.В. Покачалова, С.В. Рыбакова // Юридическая наука и практика: Вестник Нижегородской академии МВД России. – 2018. – № 4 (44). – С. 250–256.

189. Покачалова, Е.В. Финансово-правовая категория государственного долга в аспекте конституционных основ / Е.В. Покачалова // Научные труды РАЮН. – Вып. 4. – Т. 3. – М.: Изд. группа «Юрист», 2004. – С. 644–648.

190. Портанский, А.П. Опасность фрагментации глобальной экономики нарастает / А.П. Портанский // Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика. – 2024. – Т. 19, № 2. – С. 7–20.

191. Прокоплюк, Ю.Н. Правовое регулирование полномочий государственных органов США по управлению государственным долгом / Ю.Н. Прокоплюк // Финансовое право. – 2025. – № 2. – С. 27–30.

192. Рождественская, Т.Э. Банк России как мегарегулятор на финансовом рынке: особенности правового статуса / Т.Э. Рождественская // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. – 2014. – № 4. – С. 54–69.

193. Рукавишникова, И.В. Финансовое право и финансовые отношения в контексте правовой и экономической наук: вопросы изучения и преподавания / И.В. Рукавишникова // Правовая политика и правовая жизнь. – 2011. – № 1. – С. 101–104.

194. Рыбакова, С.В. Отдельные направления развития теории финансового права в аспекте определения предмета отрасли финансового права / С.В. Рыбакова // Вестник Юж.-Урал. гос. ун-та. Серия: Право. – 2009. – № 6 (139). – С. 95–100.

195. Сараева, О.Н. Цифровые финансовые активы в контексте из распространения и развития в Российской Федерации / О.Н. Сараева // Право и государство: теория и практика. – 2025. – № 3. – С. 642–646.

196. Симаева, Е.П. Принципы правового регулирования эмиссии и размещения акций / Е.П. Симаева, Т.В. Дементьева // Legal Concept. – 2013. – № 1. – С. 58–60.

197. Сладкова, А.В. Административные правоотношения в области рынка ценных бумаг в условиях цифровизации: проблемы правового регулирования /

А.В. Сладкова // Законы России: опыт, анализ, практика. – 2024. – № 11. – С. 35–39.

198. Смирнов, Д.А. О понятии принципов права / Д.А. Смирнов // Общество и право. – 2012. – № 4 (41). – С. 29–37.

199. Смирнов, Д.А. Финансово-правовое регулирование инициативного бюджетирования в субъектах РФ / Д.А. Смирнов // Правовая политика и правовая жизнь. – 2021. – № 1. – С. 148–155.

200. Соколова, Е.А. Административно-правовое регулирование функции Банка России по повышению финансовой грамотности населения: к постановке вопроса / Е.А. Соколова // Административное право и процесс. – 2022. – № 4. – С. 52–55.

201. Соловова, Е.В. Выпуск государственных и муниципальных ценных бумаг как способ привлечения заемных средств в США / Е.В. Соловова // Финансовое право и управление. – 2013. – № 1. – С. 16–23.

202. Сырбу, А.П. Повышение инвестиционной привлекательности региона с помощью успешного конструирования и размещения выпуска субфедеральных и муниципальных облигаций / А.П. Сырбу // Вестник Тамбовского университета. Серия: Гуманитарные науки. – 2009. – № 9 (77). – С. 128–135.

203. Таран, Н.Н. Направления совершенствования финансово-правового регулирования межбюджетных отношений в Российской Федерации / Н.Н. Таран // Современное право. – 2025. – № 4. – С. 21–25.

204. Тропская, С.С. Финансовый рынок: проблемы правовой неопределенности / С.С. Тропская // Безопасность бизнеса. – 2022. – № 4. – С. 35–40.

205. Увакина, Т.В. Паевой инвестиционный фонд как перспективная правовая конструкция социального и партнерского финансирования экономического развития / Т.В. Увакина, И.О. Шведов // Гражданское право. – 2022. – № 6. – С. 35–36.

206. Хабриева, Т.Я. Создание международного финансового центра: системный подход к решению правовых проблем / Т.Я. Хабриева, Н.Г. Доронина // Журнал российского права. – 2010. – № 11 (167). – С. 5–17.

207. Хугаев, Г.Ц. Понятие рынка ценных бумаг в российском законодательстве / Г.Ц. Хугаев // Журнал юридических исследований. – 2024. – Т. 9, № 2. – С. 79–85.

208. Цареградская, Ю.К. «Зеленые» инвестиции в контексте устойчивого развития: особенности правового регулирования / Ю.К. Цареградская // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). – 2022. – № 8 (96). – С. 116–123.

209. Цареградская, Ю.К. Институт государственного долга в США: теория и практика становления и развития / Ю.К. Цареградская // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. – 2015. – № 3. – С. 176–180.

210. Цареградская, Ю.К. Криптовалюта, цифровые финансовые активы, цифровые права: терминологическое многообразие в процессе формирования правовой действительности / Ю.К. Цареградская // Право и цифровая экономика. – 2021. – № 2 (12). – С. 32–38.

211. Цареградская, Ю.К. Суверенный дефолт: теория и практика правоприменения / Ю.К. Цареградская // Финансовое право. – 2022. – № 11. – С. 11–14.

212. Шевченко, О.М. Рынок ценных бумаг и коллективных инвестиций как предмет изучения и преподавания в юридическом вузе / О.М. Шевченко // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. – 2018. – № 3 (43). – С. 71–78.

213. Щербаков, А.А. Экономическая сущность и классификация субфедеральных облигаций / А.А. Щербаков // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 39. – С. 55–68.

214. Эрлин, А.Г. Особенности правоотношений в области эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг / А.Г. Эрлин // Ленинградский юридический журнал. – 2017. – № 1 (47). – С. 139–145.

2.4. Диссертации и авторефераты диссертаций

215. Агафонов, М.Н. Финансово-правовое регулирование поведенческого надзора Центрального банка Российской Федерации : дис. ... канд. юрид. наук / М.Н. Агафонов. – Саратов, 2026. – 297 с.

216. Богданова, А.В. Правовое регулирование государственного кредита субъекта Российской Федерации : автореф. дис. ... канд. юрид. наук / А.В. Богданова. – М., 2017. – 23 с.

217. Бухарский, В.В. Межбюджетные отношения в Российской Федерации: проблема соотношения «жестких» и «мягких» бюджетных ограничений для органов власти в субъектах РФ : дис. ... канд. экон. наук / В.В. Бухарский. – М., 2023. – 169 с.

218. Гузнов, А.Г. Финансово-правовое регулирование финансового рынка в Российской Федерации : автореф. дис. ... д-ра юрид. наук / А.Г. Гузнов. – М., 2016. – 48 с.

219. Дедова, М.Д. Эффективность правового регулирования рынка ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук / М.Д. Дедова. – М., 2013. – 27 с.

220. Дорошок, Л.С. Бюджетное обязательство в системе бюджетного права и законодательства Российской Федерации : дис. ... канд. юрид. наук / Л.С. Дорошок. – Саратов, 2025. – 201 с.

221. Ишутина, О.В. Государственные и муниципальные ценные бумаги: вопросы правовой идентификации : дис. ... канд. юрид. наук / О.В. Ишутина. – Красноярск, 2004. – 226 с.

222. Карпов, К.А. Финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации : дис. … канд. юрид. наук / К.А. Карпов. – М., 2023. – 246 с.

223. Карпов, С.С. Финансово-правовые основы государственного кредита в Российской Федерации : автореф. дис. ... канд. юрид. наук / С.С. Карпов. – М., 2011. – 28 с.

224. Киримова, Е.А. Правовой институт: теоретико-правовое исследование : дис. … канд. юрид. наук / Е.А. Киримова. – Саратов, 1998. – 170 с.

225. Костриченко, А.В. Рынок ценных бумаг как фактор экономического роста : дис. ... канд. экон. наук / А.В. Костриченко. – Воронеж, 2004. – 165 с.

226. Махмутова, Э.Х. Государственный кредит в Российской Федерации. Проблемы правового регулирования и перспективы развития : дис. … канд. юрид. наук / Э.Х. Махмутова. – М., 2004. – 213 с.

227. Орехова, Т.Р. Соотношение права и экономики: общетеоретические аспекты : дис. … канд. юрид. наук / Т.Р. Орехова. – М., 1999. – 164 с.

228. Петров, Д.Е. Дифференциация и интеграция структурных образований системы российского права : дис. … д-ра юрид. наук / Д.Е. Петров. – Саратов, 2015. – 505 с.

229. Покачалова, Е.В. Публичный долг: теоретические и практические аспекты российского финансового права : дис. … д-ра юрид. наук / Е.В. Покачалова. – Саратов, 2007. – 602 с.

230. Соловьев, А.Г. Развитие регионального рынка ценных бумаг и оптимизация его функционирования : автореф. дис. ... канд. экон. наук / А.Г Соловьев. – М., 2000. – 27 с.

231. Соломатин, А.В. Фондовый рынок России как источник реальных инвестиций : дис. ... канд. экон. наук / А.В. Соломатин. – М., 2010. – 152 с.

232. Тагашева, О.В. Финансовый контроль в сфере рынка ценных бумаг: финансово-правовой аспект : дис. ... канд. юрид. наук / О.В. Тагашева. – Саратов, 2009. – 227 с.

233. Филачева, О.А. Особенности правовой природы ценных бумаг как формы долговых обязательств Российской Федерации : дис. … канд. юрид. наук / О.А. Филачева. – М., 2003. – 249 с.

234. Швецова, И.В. Бюджетное кредитование как самостоятельное направление финансовой деятельности публично-правовых образований в Российской Федерации : дис. ... канд. юрид. наук / И.В. Швецова. – Саратов, 2023. – 245 с.

III. Электронные ресурсы

235. Constitution of the United States // Constitution Annotated. – URL: https://constitution.congress.gov/constitution/ (дата обращения: 01.04.2026).

236. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 // GovInfo. – URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-9515/pdf/COMPS-9515.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

237. Focus on Municipal Bonds // U.S. Securities and Exchange Commission. – URL: https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/focus (дата обращения: 20.11.2025).

238. Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland // Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. – URL: https://www.gesetze-im-internet.de/gg/BJNR000010949.html (дата обращения: 01.04.2026).

239. Investment Company Act of 1940 // GovInfo. – URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

240. Investment Advisers Act of 1940 // GovInfo. – URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

241. Jumpstart Our Business Startups Act of 2012 // GovInfo. – URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf (дата обращения: 01.04.2026).

242. Le frein à l'endettement doit permettre d'éviter les déficits structurels // Confoederatio Helvetica. – URL: https://www.admin.ch/cp/f/39632658.7A3A80C7@mbox.gsefd.admin.ch.html (дата обращения: 01.04.2026).

243. Sarbanes-Oxley Act of 2002 // GovInfo. – URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1883/pdf/COMPS-1883.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

244. Securities Act of 1933 // GovInfo. – URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

245. Securities Exchange Act of 1934 // GovInfo. – URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

246. State of California Investor Relations // BondLink. – URL: https://www.buycaliforniabonds.com/state-of-california-ca/bonds/i27 (дата обращения: 01.04.2026).

247. Suède: un frein à l'endettement qui marche // Fondation iFRAP. – URL: https://www.ifrap.org/budget-et-fiscalite/suede-un-frein-lendettement-qui-marche (дата обращения: 01.04.2026).

248. Trust Indenture Act of 1939 // GovInfo. – URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1888/pdf/COMPS-1888.pdf (дата обращения: 09.10.2025).

249. Uniform Commercial Code // Uniform Law Commission. – URL: https://www.uniformlaws.org/acts/ucc (дата обращения: 20.11.2025).

250. 15 U.S. Code § 77r – Exemption from State regulation of securities offerings // Legal Information Institute. – URL: https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/77r (дата обращения: 01.04.2026).

251. Where data, people and ideas intersect // Bloomberg. – URL: https://www.bloomberg.com/company/ (дата обращения: 22.11.2025).

252. В Госдуме назвали долю пользователей цифрового рубля среди россиян к 2027 году // Сетевое издание «Коммерсантъ». – URL: https://www.kommersant.ru/doc/8957065 https://www.aksakov.ru/ru/publications/9544-eksperimentalnyi-rezhim-dlya-vypuska-tsfa-pod-investproekty-mozhet-byt-vveden-krymu-i-chuvashii-aksakov (дата обращения: 12.03.2026).

253. Глава Краснодара определил приоритетные дороги для строительства и ремонта за счет муниципальных облигаций // Официальный интернет-портал администрации муниципального образования город Краснодар и городской Думы Краснодара. – URL: https://krd.ru/novosti/glavnye-novosti/news_28122020_141502/ (дата обращения: 02.05.2025).

254. Государственный долг субъектов РФ // Единый портал бюджетной системы Российской Федерации «Электронный бюджет». – URL: https://budget.gov.ru/Бюджет/Государственный-долг/Государственный-долг-субъектов-РФ (дата обращения: 01.04.2026).

255. Доклад на расширенной коллегии «Адаптироваться к новым условиям» // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.by/upload/jurnal/2021/2021_3_6.pdf (дата обращения: 01.04.2026).

256. Индекс МосБиржи и Индекс РТС // Московская Биржа. – URL: https://www.moex.com/ru/index/IMOEX (дата обращения: 01.04.2026).

257. Какие уроки можно извлечь из дефолта 1998 года // Сайт «Российской газеты». – URL: https://rg.ru/2018/08/15/kakie-uroki-mozhno-izvlech-iz-defolta-1998-goda.html (дата обращения: 22.11.2025).

258. Клинский район не рассчитался в полном объеме по купону облигаций серии 25003 // Cbonds. – URL: https://cbonds.ru/news/449398/ (дата обращения: 01.03.2026).

259. Концепция зеленых облигаций города Москвы // Официальный портал Мэра и Правительства Москвы. – URL: https://www.mos.ru/upload/documents/files/2210/KoncepciyazelenihobligaciigorodaMoskvi(1).pdf (дата обращения: 01.04.2026).

260. На доходы от размещения зеленых облигаций Москва закупила 451 электробус // Интерфакс. – URL: https://www.interfax.ru/moscow/956527 (дата обращения: 30.04.2025).

261. Национальный центр законодательства и правовой информации Республики Беларусь. – URL: https://etalonline.by/document/?regnum=h11500231&q_id=5497247 (дата обращения: 01.04.2026).

262. Новгородская область первой из российских регионов допустила дефолт // РБК. – URL: https://www.rbc.ru/economics/09/06/2015/557706719a794772e63bd6b2 (дата обращения: 01.03.2026).

263. Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/subdbt/ (дата обращения: 10.10.2025).

264. О планируемом размещении ОФЗ, номинированных в китайских юанях // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=40041-o_planiruemom_razmeshchenii_ofz_nominirovannykh_v_kitaiskikh_yuanyakh (дата обращения: 17.11.2025).

265. Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ изменения состояния государственного долга субъектов Российской Федерации и эффективности использования бюджетных кредитов, предоставленных из федерального бюджета в 2022–2024 годах» // Официальный сайт Счетной палаты Российской Федерации. – URL: https://ach.gov.ru/upload/iblock/0c7/wg5d7vv6exdddw1urdeg06ao6pz3sd76/Otchet_Gosdolg.pdf (дата обращения: 01.03.2026).

266. Отчет об итогах эмиссии Амурской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311435-otchyot_ob_itogakh_emissii_amurskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

267. Отчет об итогах эмиссии г. Красноярска за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_39=311443-otchyot_ob_itogakh_emissii_g._krasnoyarska_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

268. Отчет об итогах эмиссии г. Томска за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE

2024?id_39=311445-otchyot_ob_itogakh_emissii_g._tomska_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

269. Отчет об итогах эмиссии Калининградской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311429-otchyot_ob_itogakh_emissii_kaliningradskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

270. Отчет об итогах эмиссии Новосибирской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311437-otchyot_ob_itogakh_emissii_novosibirskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

271. Отчет об итогах эмиссии Республики Башкортостан за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311439-otchyot_ob_itogakh_emissii_respubliki_bashkortostan_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

272. Отчет об итогах эмиссии Республики Саха (Якутия) за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311441-otchet_ob_itogakh_emissii_respubliki_sakha_yakutiya_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

273. Отчет об итогах эмиссии Томской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311431-otchyot_ob_itogakh_emissii_tomskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

274. Отчет об итогах эмиссии Ульяновской области за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024?id_65=311433-otchyot_ob_itogakh_emissii_ulyanovskoi_oblasti_za_2024_god (дата обращения: 01.03.2026).

275. Отчеты об итогах эмиссии за 2024 год // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/otchet_IE2024/#subekty (дата обращения: 01.03.2026).

276. Отчеты об итогах эмиссии субъектов Российской Федерации и муниципальных образований // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/subj/region/otchet_itogi_em/ (дата обращения: 01.03.2026).

277. Перечень финансовых организаций, оказывающих услуги по размещению облигаций внутренних облигационных займов, которым направляется запрос информации для оказания услуг // Официальный сайт Министерства финансов Республики Башкортостан. – URL: https://minfin.bashkortostan.ru/documents/other/484685/ (дата обращения: 02.02.2026).

278. Планируется закупка услуг центрального депозитария по областным облигациям // Официальный сайт Правительства Саратовской области. – URL: https://saratov.gov.ru/gov/news/planiruetsya_zakupka_uslug_tsentralnogo_depozitariya_po_oblastnym_obligatsiyam/ (дата обращения: 22.12.2025).

279. Продажа зеленых облигаций позволила закупить для Москвы 51 электробус – Собянин // Официальный портал Мэра и Правительства Москвы. – URL: https://www.mos.ru/mayor/themes/10676050/ (дата обращения: 30.04.2025).

280. Профессиональные участники рынка ценных бумаг // Официальный сайт Банка России. – URL: https://cbr.ru/admissionfinmarket/navigator/purcb/ (дата обращения: 01.12.2025).

281. Путин: капитализация российского фондового рынка к 2030 году должна удвоиться // Информационное агентство ТАСС. – URL: https://tass.ru/ekonomika/20116353 (дата обращения: 05.05.2024).

282. Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг // Официальный сайт Банка России. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/112055/Consultation_Paper_200811.pdf (дата обращения: 27.04.2025).

283. Реестры и перечни // Официальный сайт Банка России. – URL: https://cbr.ru/admissionfinmarket/register/ (дата обращения: 07.01.2026).

284. Рынок ценных бумаг // Официальный сайт Банка России. – URL: https://cbr.ru/securities_market/ (дата обращения: 25.03.2026).

285. Рэнкинг организаторов облигаций России (все выпуски), январь–декабрь 2024 г. // Cbonds. – URL: https://cbonds.ru/rankings/1089/3779/ (дата обращения: 27.11.2025).

286. Стрип-облигации – новый инструмент финансового рынка // Официальный сайт Минфина России. – URL: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/smi/21012019.pdf (дата обращения: 01.04.2026).

287. Упрощение эмиссии ценных бумаг: доклад Банка России // Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. – URL: https://www.cbr.ru/press/event/?id=28320 (дата обращения: 04.12.2025).

288. Фондовый рынок Группы «Московская Биржа» // Московская Биржа. – URL: https://www.moex.com/s1160 (дата обращения: 07.01.2026).

289. Центральный депозитарий // Официальный сайт Банка России. – URL: https://cbr.ru/securities_market/cd/ (дата обращения: 31.03.2026).