

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение  
высшего образования  
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

*На правах рукописи*

Ихаров Михаил Михайлович

ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ  
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ЦЕЛЯХ  
УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

5.1.3. Частно-правовые (цивилистические) науки

ДИССЕРТАЦИЯ  
на соискание ученой степени  
кандидата юридических наук

Научный руководитель

Ручкина Гульнара Флюоровна,  
доктор юридических наук,  
профессор, Заслуженный юрист  
Российской Федерации,  
член-корреспондент  
Российской академии образования

Москва – 2026

## Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Теоретические основы правового регулирования рынка ценных бумаг, способствующего достижению целей устойчивого развития Российской Федерации .....	18
1.1 Понятие и особенности правового регулирования рынка ценных бумаг, выстраиваемого (формируемого) для достижения целей устойчивого развития .....	18
1.2 Соотношение целей устойчивого развития Российской Федерации с правовым регулированием эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) ценных бумаг и их обращения .....	45
1.3 Участники общественных отношений в сфере эмиссии и (или) возникновения права собственности и обращения ценных бумаг в целях устойчивого развития Российской Федерации и правовая регламентация их деятельности .....	78
Глава 2 Правовое регулирование эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) ценных бумаг, способствующих достижению целей устойчивого развития Российской Федерации, а также их обращения .....	99
2.1 Особенности правового регулирования эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) долевых ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития .....	99
2.2 Особенности правового регулирования эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) долговых ценных бумаг, направленных на достижение целей	

устойчивого развития .....	125
2.3 Правовое регулирование обращения отдельных видов, категорий (типов) долговых и долевых ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития.....	150
Глава 3 Реализация законодательных положений, направленных на развитие рынка ценных бумаг для достижения целей устойчивого развития Российской Федерации. ....	183
3.1 Правовое обеспечение баланса интересов инвесторов и лиц, обязанных по ценным бумагам, направленным на достижение целей устойчивого развития .....	183
3.2 Сравнительный анализ практики реализации законодательных положений, регламентирующих рынок ценных бумаг для целей устойчивого развития, в правовых порядках Китайской Народной Республики и Российской Федерации .....	207
Заключение.....	229
Список литературы .....	238
Приложение А Классификация ценных бумаг устойчивого развития .....	274
Приложение Б Сопоставление сформулированных приоритетных целей устойчивого развития в России и за рубежом.....	275
Приложение В Ответ Банка России на обращение Ихарова М.М. ....	278
Приложение Г Выборочные сведения из реестров Банка России.....	280
Приложение Д Выборка выпусков облигаций, направленных на достижение целей устойчивого развития, опубликованных на официальном сайте Гонконгской биржи, учтенных для целей сравнительного анализа.....	283

## Введение

**Актуальность темы исследования.** Единообразная концепция устойчивого развития непрерывно формируется на протяжении последних десятилетий и преследует основной целью комплексное решение проблем экологического, социального и экономического характера. Вместе с тем достижение целей устойчивого развития, стоящих перед государством и обществом, требует привлечения значительных объемов финансирования, которое не всегда возможно обеспечить за счет бюджетных средств или собственных средств организаций. Дефицит финансирования проектов, ориентированных на достижение целей устойчивого развития, приводит организации, в том числе, на рынок ценных бумаг для привлечения денежных средств, которые могут быть направлены на реализацию соответствующих проектов.

Одним из основных документов, легших в основу реализации концепции устойчивого развития по всему миру, выступил доклад Всемирной комиссии по окружающей среде и развитию «Наше общее будущее». Включенные в этот доклад руководящие основы концепции устойчивого развития формируют социальные и правовые тенденции, которые были учтены при создании национальных нормативных актов и стратегических документов большинством государств – членом Организации Объединенных Наций, в том числе и Российской Федерацией. Так, важность следования целям устойчивого развития отмечается, например, в «Стратегии социально-экономического развития Российской Федерации с низким уровнем выбросов парниковых газов до 2050 года», утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 октября 2021 года № 3052-р и в «Климатической доктрине Российской Федерации», утвержденной указом Президента Российской Федерации от 26 октября 2023 г. № 812, а также в других стратегических документах и нормативных актах.

Реализация действующих законодательных положений оказывает

прямое влияние и на финансовую конъюнктуру российского рынка ценных бумаг. Так, по данным Московской биржи по состоянию на 21.01.2026 в секторе устойчивого развития торгуется порядка 40 выпусков долговых ценных бумаг 19 эмитентов. Совокупный объем номинальной стоимости всех указанных ценных бумаг составляет порядка 511,448 млрд рублей, что более чем на четверть (27,11%) превышает сопоставимую номинальную стоимость долговых ценных бумаг устойчивого развития по состоянию на 01.01.2025 (402,380 млрд рублей.), тем самым демонстрируя активный рост этого сектора рынка ценных бумаг. Вместе с тем обозначенный уровень капитализации, даже с учетом значительного роста, существенно отстает от уровня капитализации ведущих рынков. Например, рынок ценных бумаг устойчивого развития в Китае еще в 2020 году превысил 15,7 млрд долларов только по сегменту зеленых облигаций, что по текущему курсу составляет порядка 1,2 трлн рублей. В 2025 году, по данным China Briefing, в китайские облигации устойчивого развития было привлечено порядка 205,68 млрд юаней, что по текущему курсу составляет порядка 2,29 трлн рублей. Таким образом, актуальные стратегические документы и представленные статистические данные свидетельствуют как о значимости роста российского рынка ценных бумаг устойчивого развития, так и о наличии потенциала к такому росту.

Однако на рынке ценных бумаг эмитенты и инвесторы могут сталкиваться с различными проблемами и барьерами, снижающими эффективность привлечения денежных средств на цели устойчивого развития или инвестирования в устойчивое развитие, такими как сложность и многоэтапность выпуска ценных бумаг устойчивого развития; неопределенность терминологии и методологии, вводящая инвесторов в заблуждение; абсолютизация принципа верификации финансовых инструментов устойчивого развития, ограничивающая их многообразие и структурирование прав по ним; несформированность координации и защиты общих интересов организаций, составляющих инфраструктуру рынка ценных бумаг устойчивого развития; введение инвесторов в заблуждение о целях

выпуска финансового инструмента («зеленый камуфляж» / «greenwashing»); ограниченность трансграничного размещения и обращения, препятствующая привлечению иностранного финансирования.

Перечисленные барьеры способствуют замедлению темпов роста рынка ценных бумаг устойчивого развития в Российской Федерации и препятствуют своевременному достижению целей, обозначенных в перечисленных стратегических документах. В связи с этим видится необходимым дальнейшее развитие правового регулирования и теоретическое осмысление ключевых проблем финансирования проектов устойчивого развития на рынке ценных бумаг.

**Целью** исследования является разработка и обоснование научных положений и практических рекомендаций по совершенствованию правового регулирования рынка ценных бумаг в целях устойчивого развития Российской Федерации, направленных на эффективное и динамичное развитие общественных отношений, связанных с возникновением и обращением отдельных видов, категорий (типов) ценных бумаг.

Для достижения цели поставлены и решены следующие основные **задачи**:

1) исследовать особенности правового регулирования рынка ценных бумаг, способствующего достижению целей устойчивого развития, теоретически обосновать его содержание и предложить определения связанных с ним понятий «ESG-рейтинг» и «Сектор устойчивого развития»;

2) проанализировать соотношение целей устойчивого развития с правовым регулированием отдельных видов, категорий (типов) ценных бумаг, разработать классификацию ценных бумаг устойчивого развития;

3) проанализировать роли участников общественных отношений в сфере эмиссии ценных бумаг (возникновения права собственности на них) и обращения ценных бумаг устойчивого развития и предложить частноправовое средство защиты их общих интересов и достижения общественно полезных целей;

4) исследовать особенности привлечения финансирования на проекты устойчивого развития с использованием долевых ценных бумаг (акций и паев) и обосновать необходимость совершенствования правового регулирования выпуска привилегированных акций, акций в виде цифровых финансовых активов, а также акций и паев, удостоверяющих права на художественные ценности;

5) определить особенности привлечения финансирования на проекты устойчивого развития с использованием долговых ценных бумаг (облигаций) и разработать меры по упрощению процедуры эмиссии, повышению ее доступности и прозрачности;

6) выявить ключевые проблемы обращения ценных бумаг устойчивого развития в контексте «зеленого камуфляжа», а также ограниченности трансграничного обращения и предложить способы их решения;

7) исследовать правовое обеспечение баланса интересов участников рынка ценных бумаг и предложить определение понятия баланс интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития;

8) провести сравнительный анализ правового регулирования рынка ценных бумаг устойчивого развития Китайской Народной Республики и Российской Федерации, разработать предложения по гармонизации обозначенных правопорядков.

**Объектом исследования** являются общественные отношения, возникающие в сфере правового регулирования эмиссии и (или) возникновения права собственности и обращения ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития Российской Федерации.

**Предмет исследования** составляют нормы российского и зарубежного законодательства, регулирующие отношения, возникающие при эмиссии и (или) возникновении права собственности и обращении ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития Российской Федерации и (или) иностранных государств, а также

правоприменительная практика и труды представителей юридической, политологической и экономической наук, посвященные исследованию регулирования указанных общественных отношений.

**Степень разработанности темы исследования.** В России вопросы развития рынка ценных бумаг в частности и финансового рынка в целом в разные периоды рассматривались различными учеными и практиками.

В дореволюционный период вопросы теории биржевых сделок и сопутствующего им баланса интересов исследовали Г.Ф. Шершеневич, Н.О. Нерсесов, П.И. Новгородцев, Е.Н. Трубецкой, В.Т. Судейкин, Е.А. Нефедьев, К.П. Победоносцев. Их исследования во многом предопределили вектор развития научной мысли в контексте исследования ключевых явлений рынка ценных бумаг.

На современном этапе общие вопросы правового регулирования рынка ценных бумаг в Российской Федерации нашли свое отражение в трудах Е.А. Суханова, Л.В. Андреевой, А.В. Габова, В.П. Павлова, Г.Ф. Ручкиной, Д.В. Ломакина, Д.Г. Алексеевой, А.А. Ситника, Г.Н. Шевченко, М.К. Треушниковой, М.М. Агаркова, В.А. Белова, Н.И. Берзона, К.В. Кричанского, Л.Л. Арзумановой, Т.Э. Рождественской, Д.И. Степанова, Д.В. Мурзина, Е.М. Ашмариной, Р.А. Ториев.

Правовое регулирование устойчивого развития изучалось Ю.А. Крохиной, Е.П. Губиным, Л.Л. Арзумановой, С.Ю. Кашкиным, И.В. Ирхиным, А.Г. Ивлиевой, Е.Н. Абаниной, Е.А. Суховой, А.Д. Левашенко, С.А. Боголюбовым, Н.Д. Вершило, М.М. Бринчуком, Ф.М. Раяновым, М.А. Лапиной, О.А. Рузаковой, В.Н. Синельниковой, О.А. Тарасенко, О.И. Чердаковым.

На уровне диссертационных исследований вопросами, схожими по своему существу, занимались В.А. Вайпан, в контексте разработки комплексной теории социальной справедливости в правовом регулировании предпринимательской деятельности, формирования теоретических основ справедливого нормотворчества и правореализации в сфере

предпринимательства; М.Д. Дедова, произведшая комплексное исследование проблем создания новых и совершенствования существующих правовых механизмов защиты прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг с точки зрения их экономического интереса по вложению капитала, его сохранению и созданию дохода на капитал; З.Ю. Рахимов, обосновавший условия и перспективные направления развития финансового инструментария ответственного инвестирования в Российской Федерации; Е.А. Ларькова, разработавшая теоретические положения и практические рекомендации в отношении стратегии инвестирования в ESG-активы российских компаний-эмитентов.

Вместе с тем в юридической науке уделялось недостаточное внимание системному развитию правового регулирования рынка ценных бумаг для целей устойчивого развития, в связи с чем указанная проблема до настоящего времени не являлась предметом всестороннего научного исследования, и требует дополнительной научной проработки.

**Область исследования** диссертации соответствует п. 8 «Гражданско-правовое обязательство. Понятие и значение договора. Различные виды договорных и внедоговорных обязательств. Обязательства из семейных правоотношений. Обязательства и договоры, осложненные иностранным элементом. Процессуальные соглашения. Обязательства, связанные с осуществлением предпринимательской деятельности» и п. 18 «Правовое регулирование инвестиционной деятельности. Правовой режим иностранных инвестиций» Паспорта научной специальности 5.1.3. Частно-правовые (цивилистические) науки (юридические науки).

За границы исследования выходят правоотношения, связанные с эмиссией и (или) возникновением права собственности на ценные бумаги или производные финансовые инструменты, не направленные на достижение целей устойчивого развития Российской Федерации, а равно правоотношения, связанные с их обращением.

**Методология и методы исследования.** Методологической основой

служит комплекс взаимосвязанных и взаимообусловленных общенаучных и частнонаучных методов познания, позволяющий произвести комплексное и разностороннее исследование правового регулирования рынка ценных бумаг в целях устойчивого развития Российской Федерации.

В исследовании применялись такие общенаучные методы, как абстрагирование, обобщение и дедукция, применяемые в ходе формулирования дефиниций и составления классификаций, метод анализа, используемый при выявлении ключевых признаков и особенностей отдельных видов, категорий и типов ценных бумаг устойчивого развития, а также методы синтеза и моделирования, применяемые в ходе формирования причинно-следственных и экономико-правовых связей между структурой финансовых инструментов и искомым положительным эффектом, относимом к целям устойчивого развития.

В исследовании также применялись частнонаучные методы, такие как историко-правовой метод, позволивший исследовать генезис правового регулирования устойчивого развития и рынка ценных бумаг в Российской Федерации в системной взаимосвязи с социальными, экологическими и экономическими факторами, присущими конкретным временным периодам.

Сравнительно-правовой метод позволил произвести сопоставление правовых механизмов и правовых средств, применяемых в сфере правового регулирования рынка ценных бумаг устойчивого развития в Российской Федерации, Китайской Народной Республике, Соединенных Штатах Америки и других государствах, что способствовало разработке предложений по гармонизации правопорядков России и Китая.

Формально-правовой (юридико-догматический) метод использовался при толковании правовых норм, формулировании дефиниций и построении классификаций.

**Теоретическую основу исследования** составляют труды ученых, посвященные правовому регулированию эмиссии и (или) возникновению

права собственности на ценные бумаги, правовому регулированию обращения таких ценных бумаг, установлению баланса интересов на рынке ценных бумаг, а также вопросам правового регулирования устойчивого развития и тесно взаимосвязанных с ними правовых и экономических аспектов.

**Нормативную основу исследования** составили следующие нормативные правовые акты: Конституция Российской Федерации, Гражданский кодекс Российской Федерации, федеральные законы: «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», а также стратегические документы развития Российской Федерации и многие другие источники.

**Эмпирическую базу исследования** составили статистические данные и материалы средств массовой информации, а также документы, закрепляющие условия и параметры выпуска (или иной формы допуска на финансовый рынок) ценных бумаг.

**Научная новизна** исследования состоит в разработке дуалистического подхода к правовому регулированию рынка ценных бумаг устойчивого развития, сочетающего в себе как расширение применения диспозитивного метода правового регулирования при структурировании прав по отдельным видам ценных бумаг, а также организации их обращения, так и сохранение специфицированных императивных норм, связанных с выпуском и обращением ценных бумаг устойчивого развития.

Обосновано, что правовое регулирование рынка ценных бумаг устойчивого развития состоит в применении особой совокупности правовых (юридических) средств, в которых превалирует частно-правовой характер с дифференцированным внедрением публично-правовых элементов (применительно к отдельным видам, категориям (типам) ценных бумаг и (или) этапам их допуска и обращения на рынке ценных бумаг).

Предложено определение понятия сектора устойчивого развития в широком смысле.

Разработана классификация ценных бумаг сектора устойчивого развития по признаку их потенциала к привлечению инвестиций на цели устойчивого развития.

Доказана целесообразность отнесения к сектору устойчивого развития в широком смысле облигаций, акций, инвестиционных паев, цифровых свидетельств и клиринговых сертификатов участия, обладающих установленными в исследовании характеристиками.

**Положения, выносимые на защиту:**

1) Предложено определение ESG-рейтинга (для целей обеспечения терминологической и методической определенности при его присвоении эмитентам или конкретным выпускам ценных бумаг), под которым следует понимать профессиональное мнение о количественных и качественных характеристиках деятельности рейтингуемого лица (лиц) в области устойчивого развития, включающее сопоставимую оценку экологического, социального и управленческого компонентов и относящееся к рейтингуемому лицу (лицам) или финансовому инструменту.

2) Разработана классификация ценных бумаг по признаку их потенциала к привлечению инвестиций на цели устойчивого развития, включающая в себя эмиссионные ценные бумаги (облигации и акции) и неэмиссионные ценные бумаги (инвестиционные паи, клиринговые сертификаты участия, цифровые свидетельства). В свою очередь, акции разграничиваются на обыкновенные и привилегированные (конвертируемые и неконвертируемые), облигации – на конвертируемые, неконвертируемые, целевые (зеленые, адаптационные, социальные, инфраструктурные, технологического суверенитета) и нецелевые (облигации, связанные с целями устойчивого развития, облигации климатического перехода, структурные облигации).

3) Предложено частноправовое средство защиты общих интересов участников общественных отношений в сфере эмиссии (возникновения права собственности) и обращения ценных бумаг устойчивого развития

в формате развития деятельности некоммерческой организации в организационно-правовой форме ассоциации (союза) с разными уровнями членства, способной таким инфраструктурным решением обеспечивать равное взаимодействие государственных методологических центров финансирования устойчивого развития, верификаторов инструментов устойчивого развития, организаторов торговли (биржи) и провайдеров ESG-рейтингов. В устав такой некоммерческой организации дополнительно предложено включать:

- критерии и уровни членства в организации, устанавливающие зависимость уровня членства от категории субъекта (методологический центр, верификатор, провайдер ESG-рейтинга и т.д.);

- основные цели создания и деятельности организации, соотносимые с целью гармонизации сферы финансирования устойчивого развития, присвоения ESG-рейтингов, их понятности, верифицируемости и сопоставимости, методологической основы формирования секторов и сегментов рынка у организаторов торговли, формирования рейтингов, рэнкингов и индексов.

4) Обоснована необходимость совершенствования требований законодательства о предельном пороге совокупной номинальной стоимости привилегированных акций непубличных акционерных обществ от общего размера уставного капитала (25%), являющегося на данный момент безусловным как для публичных, так и для непубличных акционерных обществ, в направлении увеличения предельного порога совокупной номинальной стоимости таких акций до 50% от уставного капитала либо для всех непубличных обществ, либо при предъявлении к решению о выпуске таких привилегированных акций дополнительных требований, соотносимых с целями устойчивого развития;

представлен актуальный механизм выпуска акций и паев «на искусство» (художественные ценности);

разработан подход к определению правовой природы акций, выпущенных в виде цифровых финансовых активов, основанный на единении

сущности таких акций одновременно как новой формы и вида ценных бумаг, и как цифрового финансового актива, а также обусловлена их значимость для достижения целей устойчивого развития.

5) Разработаны меры по упрощению процедуры эмиссии долговых ценных бумаг, повышению ее доступности и прозрачности путем внедрения обязательной электронной верификации и электронной государственной регистрации выпусков облигаций соответствующего типа (зеленых, инфраструктурных, социальных и прочих) в виде непрерывной процедуры допуска финансового инструмента на рынок ценных бумаг.

6) Предложено комплексное решение проблем «зеленого камуфляжа» («greenwashing») и трансграничного размещения и обращения ценных бумаг устойчивого развития путем установления баланса между механизмами строгой верификации финансовых инструментов на основании многоуровневой системы проверки (Россия, Китай) и стимулированием формирования специальных фондовых индексов, рэнкингов и рейтингов (Франция, Великобритания, США, Китай), производимым одновременно с формированием единых межгосударственных верификационных механизмов, взаимного признания результатов верификации финансовых инструментов устойчивого развития на базе международных организаций и (или) в рамках международных договоров.

7) Разработано понятие «баланс интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития», под которым понимается такое состояние правоотношения, при котором права и обязанности сторон структурированы таким образом, что извлекаемая ими прибыль или доход, в совокупности с достигаемым социально-экономическим или иным полезным эффектом, сопоставимым с заявленными целями устойчивого развития, соразмерны или превышают соответствующую прибыль или доход, социально-экономический, экологический или иной полезный эффект, которые могли бы быть достигнуты, если бы стороны (или одна из сторон) вступили в альтернативное правоотношение, либо не вступали в соответствующее правоотношение вовсе.

8) Выработаны предложения, нацеленные на гармонизацию правопорядков Китайской Народной Республики и Российской Федерации в контексте достижения целей устойчивого развития, основанные на:

- конкретизации критериев (таксономии) проектов, которые в Российской Федерации не конкретизированы.

- отказе от применения конкретизированных критериев в отношении категорий субъектов, которые также осуществляют проекты в сфере устойчивого развития, но являются субъектами малого или среднего предпринимательства, либо обладают иным специальными признаками.

- совершенствовании корпоративной ESG-структуры российских эмитентов путем актуализации Кодекса корпоративного управления и требований к раскрытию информации в форме сообщений о существенных фактах и в проспекте ценных бумаг.

**Теоретическая значимость работы** обуславливается вкладом в развитие теории гражданского права и предпринимательского права, который заключается в выработке новых положений и выводов, позволяющих комплексно исследовать частно-правовую составляющую общественных отношений в сфере привлечения финансирования для достижения целей устойчивого развития через реализацию проектов устойчивого развития, на рынке ценных бумаг, а также особенности реализации таких проектов с учетом правовой природы источников их финансирования.

Полученные научные результаты способствуют развитию теоретических подходов к пониманию роли рынка ценных бумаг в достижении целей устойчивого развития, ориентированы на формирование нового научного взгляда на дальнейшее развитие конъюнктуры секторов глобального и национального рынков ценных бумаг устойчивого развития. Положения, содержащиеся в настоящем исследовании могут быть использованы в преподавании таких учебных дисциплин, как «Гражданское право», «Корпоративное право», «Предпринимательское право», «Инвестиционное право» и др.

**Практическая значимость работы** состоит в возможности использования рекомендаций, выводов и предложений, сделанных по результатам исследования, для совершенствования норм российского законодательства, актов Правительства Российской Федерации, Центрального Банка Российской Федерации и иных организаций и органов государственной власти, определяющих политику в сфере устойчивого развития.

Выводы и предложения также могут быть использованы профессиональными участниками рынка ценных бумаг и юридическими лицами, привлекающими на рынке ценных бумаг инвестиции для целей финансирования проектов, связанных с достижением целей устойчивого развития.

**Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.** Достоверность результатов исследования обусловлена использованием значимых монографических и других научных работ, представлением примеров судебной практики, а также зарегистрированных уполномоченными на то органами или профессиональными участниками рынка ценных бумаг документов (в том числе эмиссионных документов), сопряженных с допуском исследуемых видов, категорий (типов) ценных бумаг на финансовый рынок.

Основные положения диссертации, а также выводы, сделанные в ходе исследования, изложены на научных, научно-практических международных и всероссийских конференциях, круглых столах: на XIII Московской юридической неделе (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, Университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА), 21 ноября – 3 декабря 2023 г.); на Конференции, посвященной 105-летию Финансового университета «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финансовый университет, 28 марта 2024 г.); на Круглом столе «Цифровизация как инструмент повышения прозрачности и безопасности рынка грузоперевозок» (Москва, Организация по защите прав потребителей

«Общественная потребительская инициатива», Финансовый университет, 10 октября 2024 г.); на XIV Московской юридической неделе (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, Университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА), 26–29 ноября 2024 г.); на III Всероссийской научно-практической конференции молодых ученых РАО с международным участием «Традиции и инновации в современном образовательном пространстве» (Москва, Российская академия образования, 17 апреля 2025 г.); на VIII Международной научно-практической конференции «Публично-правовые средства цифровизации экономики и финансов» (Москва, Финансовый университет, 29 октября 2025 г.).

Материалы исследования используются Кафедрой правового регулирования экономической деятельности Юридического факультета Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Инвестиционное право» и «Предпринимательское право».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

**Публикации.** Основные положения и результаты исследования отражены в 5 научных работах общим объемом 3,71 п.л. (весь объем авторский), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

**Структура и объем диссертации.** Решение поставленных задач и достижение цели обусловили структуру научно-исследовательской работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 222 наименований, пяти приложений. Текст диссертации изложен на 285 страницах, содержит 11 рисунков, 16 таблиц.

## Глава 1

# Теоретические основы правового регулирования рынка ценных бумаг, способствующего достижению целей устойчивого развития Российской Федерации

### 1.1 Понятие и особенности правового регулирования рынка ценных бумаг, выстраиваемого (формируемого) для достижения целей устойчивого развития

Современная юридическая наука на данном этапе не способна предложить однозначного понятия «рынок ценных бумаг», удовлетворяющего интересам и правопониманию широкого круга ученых-юристов, предметом исследований которых он является. В частности, в понимании профессора Е.А. Суханова, рынок ценных бумаг представляет собой ничто иное, как «совокупность сделок, совершаемых участниками имущественного оборота по поводу ценных бумаг» [148]. Указанный подход к толкованию содержания соответствующих общественных отношений во многом является привлекательным для цивилистического понимания рынка ценных бумаг, в том числе потому, что хотя конструкция дефиниции и уделяет особое внимание именно совершению сделок, в сущности не противоречит и исключительной важности правовой природы ценных бумаг, по поводу которых такие сделки совершаются. Поэтому и позиция профессора Е.П. Губина, согласно которой «узкое цивилистическое понимание рынка ценных бумаг только как совокупности гражданско-правовых сделок не дает полного представления о комплексном характере отношений на рынке, его особенностях как такого сектора рыночной экономики, в котором государственное регулирование выступает в качестве необходимого элемента всей системы отношений» [79], в сущности, не является противоположной

позиции профессора Е.А. Суханова. Напротив, её следует рассматривать как дополнение указанной позиции, направленное на конкретизацию правовой природы предмета совершаемых сделок, которым являются ценные бумаги, аккумулирующие в себе дихотомические паттерны частно-правового и публично-правового аспектов [89]. Вместе с тем финальная понятийная конструкция, согласно которой профессором Е.П. Губиным рынок ценных бумаг определяется как «совокупность отношений между его участниками (субъектами) по поводу объектов рынка» [79], видится в большей степени противоречивой, поскольку в меньшей степени отражает рыночную природу складывающихся правоотношений, которая представляет собой именно заключение сделок. В данном случае профессор Е.П. Губин оперирует более широким понятием «отношений между участниками (субъектами)», которые в действительности непосредственно связаны с правовым регулированием рынка ценных бумаг, но одновременно с этим не являются «рыночными» [46, 115].

Обращаясь к действующему законодательству Российской Федерации, а именно к статье 1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [12] (далее — Закон о рынке ценных бумаг), следует отметить, что предмет его регулирования определяется как «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», что, вероятно, наиболее наглядно иллюстрирует содержание понятия «рынок ценных бумаг» с позиции позитивизма.

Однако в правовой теории встречаются и иные подходы к определению рассматриваемого понятия. Например, М.И. Петров определяет рынок ценных бумаг как «совокупность, систему экономических отношений, возникающих между лицами, которые в установленном законодательством порядке наделены правом на осуществление финансовых операций

в отношении оборачивающихся на рынке объектов (ценных бумаг)» [91]. Указанное определение приближено к позиции профессора Е.П. Губина, но видится более категоричным, так как выдвигает на первый план понятие «финансовые операции». Однако недостаток такого подхода проявляется в формальной неопределенности понятия «финансовая операция». В научных кругах, применительно к разным сферам правового регулирования, встречаются противоположные мнения относительно того, могут ли «финансовые операции» отождествляться со «сделками». Так, в рамках уголовно-правовой науки мнение о тождественности этих понятий высказывалось Б.В. Волжанским и П.С. Яни, в то время, как другие ученые-правоведы (Н.А. Лопашенко [130], В.Е. Мельникова) предлагали эти понятия разграничивать.

Мы, в свою очередь, склонны полагать, что с гражданско-правовой точки зрения, операции с ценными бумагами являются лишь последствием совершения сделок с ними, хотя и могут совершаться одновременно с заключением сделки. Данный вывод сопряжен с многообразием юридических смыслов, которые законодатель заложил в понятие «операция» и следует из системного толкования норм Закона о рынке ценных бумаг (пункт 7 статьи 3.1; пункт 16 статьи 4.1; пункт 6 статьи 8.1.; пункт 13.2 статьи 8.2; пункта 6 статьи 26.1 и другие), а также Базового стандарта совершения операций на финансовом рынке при осуществлении деятельности форекс-дилера [31], Базового стандарта совершения микрофинансовой организацией операций на финансовом рынке [32], Базового стандарта совершения управляющим операций на финансовом рынке [33], а также иных актов Банка России. Отсюда же следует и вывод о том, что не все участники рынка ценных бумаг наделены правом на осуществление финансовых операций (согласно Закону о рынке ценных бумаг, они осуществляются профессиональными участниками), однако все наделены правом совершать сделки, по поводу которых эти операции проводятся.

Также для определения свойства «рыночность» общественных

отношений, связанных с возникновением и обращением ценных бумаг, можно обратиться к исследованиям в области конкурентного права. К.Ю. Тотьев отмечает, что рынок в значении «совокупность сделок, совершаемых с целью взаимного обмена» приближается к категории «экономический оборот» [100], «хотя для определения рынка недостаточно уяснить характер заключенной сделки или её соответствие закону» [100].

Полагаем целесообразным согласиться с этим замечанием К.Ю. Тотьева и отметить его значимость при определении понятия «рынок ценных бумаг» в контексте устойчивого развития в связи с тем, что соответствующий сектор, как будет отмечено далее, на сегодняшний день включает лишь малую часть сделок, совершаемых на рынке ценных бумаг, и эти сделки, как правило, носят уникальный характер. С данным мнением также соотносится позиция А.Л. Белоусова относительно природы фондовых бирж.

Так, по его мнению, «фондовая биржа рассматривается как рынок, который создается профессиональными участниками для выполнения на нем своих задач по перераспределению финансовых ресурсов» [109]. Данная позиция имеет особое значение и при «выделении» из глобального рынка ценных бумаг его отдельных секторов, которые могут определяться как по биржевой, так и иной специфицированной принадлежности, как, например, «Сектор устойчивого развития» на Московской бирже. Все они могут рассматриваться не только в качестве элементов одного рынка ценных бумаг, но и в качестве отдельных рынков.

В свою очередь, понятие «устойчивое развитие» хотя и фигурирует во множестве юридических и междисциплинарных научных исследований, а также встречается в нормативных правовых актах, представляется в значительной степени более неопределенным, нежели понятие «рынок ценных бумаг». Например, по мнению профессора С.Ю. Кашкина, в терминах «устойчивое развитие», «устойчивость» (в смысле «стабильное равновесие») и «развитие» усматривается даже формально-юридическое противоречие, так

как развитие предполагает выход стабильной системы из равновесного состояния [124]. Вместе с тем представляется, что значение слова «устойчивость» не следует воспринимать буквально и соотносить его со статичными состояниями. Так, изначальный термин «sustainable development» может быть интерпретирован в том числе как «длящийся», «полноценный», «успешный» или «сбалансированный», что также отмечается, например, И.В. Ирхиным [116].

Наиболее приближенным к достоверной юридической интерпретации содержания устойчивого развития видится подход, свойственный профессору Е.П. Губину [46] и А.Г. Ивлиевой [82], согласно которому «устойчивое развитие — это гармоничное, сбалансированное развитие, процесс экономических и социальных изменений, при котором согласованы друг с другом такие факторы, как развитие личности, экономические отношения, природные ресурсы, направление инвестиций, ориентация научно-технического развития и технологий, в том числе цифровых, институциональных изменений, направленные на укрепление нынешнего и будущего потенциала удовлетворения человеческих потребностей и устремлений (интересов)». Видится, что названный подход напрямую соотносится с ключевой дефиницией устойчивого развития, закрепленной в Докладе Всемирной комиссии по вопросам окружающей среды и развития 4 августа 1987 года. Согласно указанному докладу, устойчивое развитие является собой некий прогресс, отвечающий потребностям нынешнего поколения без ущерба для способности будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности. Вместе с тем, как отмечается в том числе Е.Н. Абаниной и Е.А. Сухой, «определение устойчивого развития, данное Брундтландом (прим: The Brundtland Commission, ранее Всемирная комиссия по вопросам окружающей среды и развития), имеет глобальную перспективу. При применении его к чему-либо менее масштабному, чем весь мир, требуется какое-то дополнение» [60]. В рамках отечественной правовой теории таким дополнением может выступить как раз ранее указанная расширенная

дефиниция, предложенная А.Г. Ивлеевой. Одновременно с этим указанная дефиниция также содержит в себе ряд категорий, требующих конкретизации, как для целей более детального изучения направлений (целей) устойчивого развития, так и в рамках перспектив реализации существующих и перспективных правовых механизмов. Рассматривая содержание устойчивого развития через призму приоритетных целей, в первую очередь, следует обратить внимание на положения, установленные Распоряжением Правительства Российской Федерации № 1912-р [26] и их анализ, проведенный профессором Г.Ф. Ручкиной.

Так, «документ обозначает приоритетные цели, связанные с положительным воздействием на окружающую среду, включающие в себя:

- сохранение, охрану или улучшение состояния окружающей среды;
- снижение выбросов и сбросов загрязняющих веществ и (или) предотвращение их влияния на окружающую среду;
- сокращение выбросов парниковых газов;
- энергосбережение и повышение эффективности использования ресурсов» [140].

Дополнительно также следует отметить, что исключительно прямое соотношение «экологичности» и «устойчивости» не отражало бы в полной мере истинного содержания целей, поставленных перед мировым сообществом, и национальных интересов Российской Федерации [138]. Куда более рациональным видится расширительное толкование содержания устойчивого развития, которое фигурирует, например, в монографии «Устойчивое развитие малого и среднего бизнеса: финансово-экономическое и правовое регулирование» [109], где коллектив авторов рассматривает устойчивое развитие как концентрацию разносторонних факторов формирования общеэкономических правоотношений. Вместе с тем, перечень целей, заявленных в Распоряжении Правительства Российской Федерации № 1912-р видится чрезвычайно узким и не полностью раскрывает социально-экономическое и корпоративное содержание устойчивого развития.

Одновременно с этим отечественный правопорядок предполагает и децентрализованное регулирование, и методологическую поддержку устойчивого развития по принципу секторального разграничения, что проявляется в следующем.

Подпунктом 15 пункта 4 статьи 3 Закона о государственной корпорации ВЭБ.РФ [7] предусмотрено, что ВЭБ.РФ для достижения целей своей деятельности «осуществляет экспертно-аналитическую деятельность в целях выявления факторов, обеспечивающих рост экономики Российской Федерации, поиск и отбор соответствующих этим факторам проектов с учетом их влияния на устойчивое развитие и повышение энергоэффективности, привлечение частных инвестиций в данные проекты, а также инвестиционное и финансовое культивирование их участников». При Минэкономразвития России также создан Экспертный совет по устойчивому развитию (Приказ Минэкономразвития России от 3 декабря 2021 г. № 802), а Банк России принимает участие в создании условий для финансирования устойчивого развития, что отмечается, например, в Докладе для общественных консультаций «Климатические риски в меняющихся экономических условиях» [184] и иных стратегических документах мегарегулятора.

Помимо ВЭБ.РФ, Банка России и Минэкономразвития работу в направлении правового регулирования секторального устойчивого развития ведут и иные субъекты отечественного правового пространства. Например, согласно статье 13.8 Закона о ППК «Фонд развития территорий» [11], «фонд осуществляет деятельность по содействию в обеспечении устойчивого развития территорий и создании комфортных и благоприятных условий проживания граждан в соответствии с требованиями законодательства о градостроительной деятельности» [11]. Статьей 36 Закона о виноградарстве и виноделии [4] предусмотрены положения о государственной поддержке обеспечения устойчивого развития виноградарства. На основании Постановления Правительства Российской Федерации от 22.12.2023 № 2251 «О Правительственной комиссии по вопросам агропромышленного,

рыбохозяйственного комплексов и устойчивого развития сельских территорий» [21] установлены полномочия данной Комиссии, к которым относится, в том числе, разработка основных направлений по совершенствованию правового регулирования в сфере агропромышленного, рыбохозяйственного комплексов и устойчивого развития сельских территорий. И состав таких субъектов постоянно корректируется, вектор работы каждого из них обладает собственной методологической основой, так как ориентирован на определенную отрасль и при этом вполне может являться участником финансового рынка (в том числе рынка ценных бумаг).

Тем не менее реализация данного секторального подхода имеет значение лишь для соответствующих участников рынка ценных бумаг, осуществляющих ту или иную деятельность, однако не оказывает существенного влияния на развитие правового регулирования рынка ценных бумаг в контексте устойчивого развития в целом. Указанные примеры призваны лишь проиллюстрировать методическую и методологическую неоднородность исследуемого правового пространства.

В результате аккумуляции существующих общих и специальных подходов к устойчивому развитию [127, 128] и рынку ценных бумаг может быть сформулирован базовый предметный подход для настоящего исследования.

Таким образом представляется, что правовое регулирование рынка ценных бумаг, способствующее достижению целей устойчивого развития, представляет собой целенаправленное воздействие с помощью правовых (юридических) средств на поведение и общественные отношения в сфере эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг, введения в оборот и обращения иных ценных бумаг, а также в сфере создания и деятельности специальных субъектов указанных общественных отношений (профессиональных участников рынка ценных бумаг), направленное на сбалансированное экономическое и социальное развитие с учетом сопутствующих такому развитию факторов и рисков, без ущерба для

способности будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности.

Особенности указанного правового регулирования заключаются в их чрезвычайно смешанном характере, аккумулирующем в себя как частно-правовые, так и публично-правовые аспекты. Не всегда представляется возможным сделать однозначный вывод о том, какой именно метод правового регулирования указанных отношений в конкретных обстоятельствах является превалирующим, так как ключевым содержанием указанных отношений является именно совершение сделок (операций) на рынке ценных бумаг, предмет которых, одновременно с этим, на данный момент императивно ограничен. Иными словами, дихотомическая сущность правового регулирования рынка ценных бумаг в целях устойчивого развития проявляется в превалировании частно-правового содержания таких общественных отношений, складывающихся по поводу предмета, формируемого во многом на публично-правовых условиях.

Сущность устойчивого развития и ограничение предмета сделок на рынке ценных бумаг видятся во многом обусловленными сопряженностью с категорией публичного интереса примерно в том ключе, как он интерпретируется в рамках статей 166 и 168 Гражданского кодекса Российской Федерации [3] (далее — ГК РФ) и пунктом 75 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» [170]. Одновременно с этим представляется справедливым и следующее.

**П р и м е ч а н и е** – В обозначенном контексте, под публичными интересами, в частности, следует понимать интересы неопределенного круга лиц, обеспечение безопасности жизни и здоровья граждан, экологической безопасности [111], а также обороны и безопасности государства, охраны окружающей природной среды.

Возникновение такого публичного интереса является «добавочным» и реализуется за границами обыкновенного публичного интереса в его

традиционном понимании: например, в сфере природоохраны, охраны здоровья и жизни граждан, а также иных императивных положений. В связи с чем в рамках исследования предлагается обозначать такой интерес, возникающий на диспозитивной основе, «условно публичным». Так, в случае с участием на рынке ценных бумаг, инвестополучатель самостоятельно принимает на себя все сопутствующие обязательства и риски [43], сопряженные с приобретением им ценных бумаг, выпущенных ради финансирования достижения целей устойчивого развития, и одновременно приобретает сопутствующие им преимущества.

Образование такого «условно публичного» интереса связано со смешанной сущностью правового регулирования устойчивого развития в Российской Федерации. Изначально формируемый на частно-правовых началах рынок финансирования устойчивого развития допускал ограниченное публично-правовое воздействие посредством установки лишь ключевых правил его регулирования, однако на практике обстоятельства сложились иначе: участие государства в финансировании проектов устойчивого развития стало преобладающим, в связи с чем фактически даже на достижение целей устойчивого развития привлекается не частное финансирование, а те же самые бюджетные средства, которые просто иначе оформляются. Это повлекло за собой последствия, видящиеся недопустимыми с точки зрения гражданского оборота: параллельное формирование смеси «экологического права» и «права социального обеспечения» [44, 81], которые реализуются в публично-правовых рамках за счет условно частных инвестиций, которые в действительности нередко частными вовсе не являются, и, следовательно, не достигаются основные цели идеи финансирования устойчивого развития — привлечения именно частных капиталов.

Сущность данной проблемы лежит глубоко в осмыслении правосубъектности государства как участника гражданско-правовых отношений, которая изучалась как советскими учеными (А.В. Венедиктов, М.И. Брагинский), так и в текущий, постсоветский период (Р.Р. Садриева,

А.П. Сергеев, О.Е. Кутафин) и занимает важное место в юридических исследованиях. И таким образом, если исходить из predetermined дихотомической сущности государства как участника гражданско-правовых отношений, в контексте регулирования гражданско-правовых отношений устойчивого развития наблюдается не юридическое, но фактическое сохранение за государством властных полномочий путем нерыночного определения принадлежности финансируемого проекта к проектам соответствующего типа (зеленых, адаптационных, социальных и прочих) посредством установления таксономии таких проектов, из которой вынуждены исходить верифицирующие организации и через процедуру включения верифицирующих организаций в перечень верификаторов.

Следование данному подходу свидетельствует о возникновении уникального предмета регулирования смешанного типа, требующего особого обозначения. В связи с этим в рамках настоящего исследования совокупность всех видов и категорий (типов) ценных бумаг, выпускаемых с целью привлечения финансирования на достижение целей устойчивого развития, о чем напрямую или же косвенно свидетельствуют правоустанавливающие документы по таким ценным бумагам, предлагается именовать *Сектором устойчивого развития*, независимо от того, обращаются ли такие ценные бумаги публично и прошли ли они процедуру листинга на конкретной бирже, а также независимо от концентрации в капитализации такого рынка частных или (опосредованно) бюджетных средств.

Данный подход [123] выходит за рамки укоренившегося на сегодняшний день определения «Сектор устойчивого развития», применяемого в отношении совокупности облигаций, соответствующих установленным законом требованиям для «зеленых» облигаций, «социальных» облигаций и «облигаций устойчивого развития» и включенных Московской биржей в один из трех самостоятельных сегментов, относящихся к Сектору устойчивого развития Московской биржи, созданного в 2019 году для обособления проектов в области устойчивого развития от прочих ценных

бумаг, обращающихся на Московской бирже. Эта инициатива была реализована после присоединения Московской биржи к глобальной инициативе «Биржи за устойчивое развитие» (Sustainable Stock Exchange), которая объединила биржи со всего мира на пути достижения целей устойчивого развития. В данной интерпретации под Сектором устойчивого развития понимается ничто иное, как «элемент» рынка облигаций, обращающихся на конкретной бирже, однако объективная потребность в росте объемов инвестиций в ценные бумаги устойчивого развития требует идейного переосмысления данного понятия, выхода за условные границы микрорынков. Исходя из этого, предложенное ранее расширительное толкование этого термина представляется наиболее приближенным к действительности и соотносится с прогнозируемыми перспективами развития рынка ценных бумаг с точки зрения обозначения границ рынка ценных бумаг, выпускаемых для достижения целей устойчивого развития.

Также следует отметить, что схожий подход в части определения смешанного характера сопутствующих общественных отношений свойственен и европейскому регулированию устойчивого развития (особенно в части ESG-рейтингов), когда субъекты правоотношений (участники финансового рынка), с одной стороны, добровольно принимают на себя обязательства, связанные с присвоением им определенного статуса, но, с другой стороны, с этого момента подвержены внешнему контролю публично-правового характера [107, 160]. Аналогичный подход всё чаще реализуется и в отношении формирования перечня (таксономии) проектов устойчивого развития.

«Условно публичный интерес» (помимо прочего) рассматривается и в ключе существенных условий сделки, направленной на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам, основанных как на требованиях нормативных правовых актов, регулирующих устойчивое развитие (например, соответствие финансовых инструментов, операционной деятельности юридического лица — инвестополучателя и объема раскрываемой им информации заявляемым требованиям), так и на всех тех условия,

относительно которых по заявлению одной из сторон должно быть достигнуто соглашение.

Однако в силу того, что на сегодняшний день Сектор устойчивого развития в Российской Федерации формируется исключительно из эмиссионных ценных бумаг, обозначение таких требований существенными условиями сделки, направленной на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам, не является исключительно корректным в силу особенностей процедуры эмиссии, предполагающей государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, которая не может быть осуществлена в условиях, когда публично-правовые требования, предъявляемые к эмиссионным ценным бумагам такого типа, не соблюдены. Это само по себе влечет невозможность совершения сделок с такими ценными бумагами, так как они в этом случае не возникают в качестве объекта гражданского оборота, а значит и существенные условия сделки могут носить лишь вторичное, достаточно условное значение в условиях гражданского оборота.

Вместе с тем в случаях, когда речь в перспективе идет о неэмиссионных ценных бумагах, а также в условиях либерализации рынка ценных бумаг следует придавать большее значение именно существенным условиям, ибо именно они могут и должны являться тем самым инструментом, гарантирующим соблюдение интересов контрагентов по сделкам такого рода.

Вариативность типологизации таких сделок сама по себе весьма ограничена в разнообразии. Они могут быть направлены либо на возникновение права собственности на ценные бумаги у их первых владельцев (в случае с эмиссионными ценными бумагами в ходе их размещения, как одного из этапов эмиссии), либо на последующее отчуждение ценных бумаг их владельцами третьим лицам (обращение ценных бумаг).

При указанных обстоятельствах видится совершенно очевидным, что права по ценным бумагам, возникающие у первого или у каждого из последующих держателей ценных бумаг, тесно связаны с обязательствами эмитента или иного лица, обязанного по ценной бумаге (неэмиссионной),

возникающими именно на этапе возникновения ценной бумаги как объекта гражданского оборота на этапе её отчуждения первому владельцу (если законом государства не установлено иное), что также именуется на практике и в доктринальных исследованиях первичным рынком [112].

В свою очередь, каждое последующее отчуждение ценной бумаги (вторичный рынок), на первый взгляд, видится не столь уместным к обсуждению в ключе достижения целей устойчивого развития Российской Федерации в силу того, что вторичное отчуждение ценной бумаги не влечет финансирования деятельности эмитента (обязанного по ценной бумаге лица). «На вторичном рынке происходит переход ценных бумаг от одних инвесторов другим, а деньги за проданные ценные бумаги поступают их бывшим владельцам. Другими словами, операции на вторичном рынке происходят без участия эмитента и не оказывают непосредственного влияния на положение дел эмитента» [112].

Из этого можно сделать вывод о том, что последующее отчуждение ценных бумаг (вторичный рынок) само по себе не может быть направлено на достижение заявленных целей устойчивого развития, ибо основной достижения таких целей является деятельность лица, обязанного по ценной бумаге. Вместе с тем указанное суждение является в значительной степени ошибочным и вредным для Сектора устойчивого развития, поскольку условия вторичного рынка могут выступать значимым фактором для объемов и динамики первичного рынка, следовательно, и для достижения целей устойчивого развития.

**П р и м е ч а н и е** – Пренебрежение регулированием вторичного рынка ценных бумаг Сектора устойчивого развития, может повлечь снижение ликвидности ценных бумаг, оцениваемой инвесторами на первичном рынке. Так как категория ликвидности в большей степени является экономической, на данном этапе достаточно проблематично оценить её влияние на уровень востребованности того или иного финансового инструмента. Между тем, видится уместным оценить целесообразность обеспечения роста такой ликвидности за счёт разработки правового механизма выкупа государством таких ценных бумаг и их владельцев по их заявлению при условии, что соответствующим владельцем предпринимались все разумные меры по продаже такого актива в течение определенного времени. Такой подход одновременно не противоречил бы сути социальных и

экономических функций государства, а также мог бы значительно повысить ликвидность ценных бумаг Сектора устойчивого развития и стимулировать темпы роста их первичного рынка.

Иными словами, прогресс Сектора устойчивого развития не может быть ориентирован лишь на первичный или вторичный, биржевой или внебиржевой рынки по отдельности: правовое регулирование рынка ценных бумаг в целях устойчивого развития должно затрагивать каждый из названных элементов, оценивать целесообразность тех или иных мер правового воздействия в совокупности и тесной взаимосвязи.

Между тем прогресс Сектора устойчивого развития, достижение его основных целей, основные метрики и показатели операционной и иной деятельности хозяйствующих субъектов были бы в значительной степени условны в исследуемой плоскости в отсутствие систем, позволяющих сколь либо достоверно оценивать степень «устойчивости» развития [106]. В Российской Федерации безоговорочной мерой этого показателя выступают упомянутое ранее Распоряжение Правительства Российской Федерации № 1912-р, очерчивающее цели и направления устойчивого развития, и Постановление Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587 [22], утверждающее прилагаемые к нему критерии проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации (далее — Критерии проектов устойчивого развития) и требования к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации (далее — Требования к системе верификации).

Среди Критериев проектов устойчивого развития выделяется три вида критериев проектов по их типологии, установленной Распоряжением Правительства Российской Федерации № 1912-р: зеленые проекты, адаптационные проекты и социальные проекты. Каждый из типов проектов обладает перечнем направлений, в рамках которых соответствующий проект может реализовываться и признаваться относимым к соответствующему типу. Сопоставление направлений и типов проектов отражено в таблице 1.

Таблица 1 – Соотношение направлений, в рамках которых реализуются зеленые проекты, адаптационные проекты и социальные проекты

Направления зеленых проектов		Направления адаптационных проектов		Направления социальных проектов	
1	Обращение с отходами	1	Обращение с отходами	1	Здравоохранение
2	Энергетика	2	Энергетика	2	Образование
3	Строительство	3	Устойчивая инфраструктура	3	Занятость
4	Промышленность	4	Промышленность	4	Поддержка предпринимательства, некоммерческих организаций
5	Транспорт и промышленная техника	5	Транспорт и промышленная техника	5	Жилищное строительство
6	Водоснабжение и водоотведение	-		6	Спорт
7	Природные ландшафты, реки, водоемы и биоразнообразие	-		7	Культура, искусство и туризм
8	Сельское хозяйство	6	Сельское хозяйство	8	Создание доступной инфраструктуры
	-	-		9	Продовольственная безопасность и доступ к продуктам питания
	-	-		10	Социальная поддержка и защита граждан
	-	-		11	Устойчивая социальная инфраструктура

Источник: составлено автором.

Указанные Критерии проектов устойчивого развития и Требования к системе верификации обладают основополагающим значением для соответствующих проектов, в том числе для ценных бумаг Сектора устойчивого развития.

Вместе с тем данный правовой механизм не является системно исчерпывающим, а представляет собой модель точечной оценки, оценки каждого отдельно взятого проекта, обособленного финансового инструмента Сектора устойчивого развития. Куда более комплексной мерой «устойчивости» выступают ESG-рейтинги, играющие особую роль в мониторинге достижения целей устойчивого развития как

в Российской Федерации, так и за рубежом, которые в перспективе могут выступать наиболее значимым элементом диспозитивного правопорядка.

Одновременно стоит отметить, что в отечественной и международной практиках отсутствует легально определенное, унифицированное понятие ESG-рейтинга, несмотря на то, что к нему прибегают повсеместно, где реализуются проекты устойчивого развития [158]. Указанная проблема рассматривается как на практике, так и в теории [129]. Например, в таблице 2 приведены используемые определения ESG-рейтингов, рассмотренные в Докладе Банка России для общественных консультаций «Модельная методология ESG-рейтингов» [187].

Таблица 2 – Определения ESG-рейтингов

Агентство	ESG-рейтинг	Определение
1	2	3
MSCI (США)	MSCI ESG Rating	Оценка управления компанией финансово значимыми ESG-рисками и возможностями
Sustainalytics (Нидерланды)	ESG Risk Rating	Оценка подверженности компании значимым отраслевым ESG-рискам и насколько хорошо компания ими управляет
S&P Global (США)	ESG Score	Оценка компании на основе процесса S&P Global Corporate Sustainability Assessment (ежегодной оценки практик устойчивого развития)
Refinitiv (Великобритания)	ESG Score	Оценка деятельности компании в области устойчивого развития на основе поддающихся проверке данных, опубликованных в открытом доступе
АКРА (Россия)	ESG-оценка	Мнение о качестве и результатах деятельности компании в области устойчивого развития по трем направлениям: экологическое воздействие, социальная ответственность, корпоративное управление
Эксперт РА (Россия)	Рейтинг ESG	Мнение о том, в какой степени процесс принятия ключевых решений в компании (регионе) ориентирован на устойчивое развитие в экологической, социальной и экономической сферах

Продолжение таблицы 2

1	2	3
НКР (Россия)	ESG-рейтинг	Мнение относительно соответствия текущей деятельности и стратегии рейтингуемого лица целям устойчивого развития, в том числе защите и восстановлению окружающей среды, социальной ответственности, развитию корпоративного управления для реализации этих целей
НРА (Россия)	ESG-рейтинг	Мнение о подверженности компании экологическим и социальным рискам бизнеса, а также рискам корпоративного управления на основе оценки качества соблюдения соответствующих практик и их соответствия базовым международным и российским ориентирам, стандартам и лучшим практикам в области устойчивого развития

Источник: составлено автором.

В свою очередь, международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Comissions, IOSCO) определяет ESG-рейтинги в качестве широкого спектра рейтинговых продуктов, включающих в себя мнение об организации, финансовом инструменте или продукте, ESG-профиле, характеристиках компании или подверженности ESG-рискам, которые формируются с использованием ранжированных рейтинговых категорий.

Банком России было предложено [187] рассмотреть два варианта для унификации определения ESG-рейтинга: текущий рейтинг (профиль организации) и рейтинг рисков. Предполагается, что текущий ESG-рейтинг являет собой мнение о профиле рейтингуемого лица — количественных и качественных характеристиках деятельности организации в области устойчивого развития на дату присвоения ESG-рейтинга. В свою очередь, ESG-рейтинг рисков может отражать мнение об управлении и подверженности организации рискам устойчивого развития в рамках одного года.

В то же время Банк России полагает целесообразным формирование

трех отдельных рейтинговых продуктов для каждой компоненты: E (environmental — экологическое), S (Social — социальное), и G (Corporate Governance — корпоративное управление) и отмечает, что рейтинг ESG-рисков может касаться лишь компоненты E. Вместе с тем речи об общей дифференциации рейтингового продукта на тот момент не шло.

Во многом сохранение прежнего подхода сегодня может быть обусловлено практикой установления ESG-рейтингов у ближайших восточных партнеров. В частности, методология составления ESG-рейтингов в Китае не предусматривала формирования «покомпонентного» рейтинга, а лишь учитывала компоненты при формировании единого ESG-рейтинга. Примером тому служит методология CNI, выпущенная в 2022 году Shenzhen Securities Information Co., Ltd [221]. Аналогичного подхода в Китае придерживается и CTI (Center Testing International).

В то же время европейское правовое регулирование, вероятно, все больше придерживается альтернативного подхода в данном вопросе. Так, 5 февраля 2024 года Европарламент и Совет Европы объявили о достижении концептуального согласия по поводу текста Регламента ESG-рейтингования (ESG Ratings Regulation). В нем рассматривается возможность представления организациям отдельных экологических (E), социальных (S) и управленческих (G) рейтингов, а не единой метрики «ESG», которая агрегирует в себе каждый из компонентов. Организации, присваивающие ESG-рейтинги, должны будут раскрывать сведения о том, учитываются ли названные факторы по отдельности или в совокупности, рейтинг, присвоенный каждому соответствующему фактору, и удельный вес каждого из компонентов при формировании рейтинга.

Констатируя принципиальную важность ESG-рейтингов для участников финансового рынка как одной из основных метрик соответствия деятельности организации или параметров финансового инструмента целям устойчивого развития, в условиях продемонстрированной методологической динамики следует отметить, что ESG-рейтинг, методология его определения,

как и его дефиниция, не должны ограничивать контрагентов в совершении инвестиционных и иных сделок (в том числе трансграничных), а, напротив, должны быть сформулированы самым общим образом, чтобы не накладывать ограничения на круг потенциальных инвесторов.

Исходя из этого, оптимальной дефиницией видится следующая:

*ESG-рейтинг* — это профессиональное мнение о количественных и качественных характеристиках деятельности рейтингуемого лица (лиц) в области устойчивого развития, включающее в себя сопоставимую оценку экологического, социального и управленческого компонентов и относящееся к рейтингуемому лицу (лицам) или финансовому инструменту.

Так, полагается целесообразным обосновать указанную трактовку тем, что ESG-рейтинг не является любым мнением или суждением какого-либо лица, а представляет собой мнение профессиональное, сформированное уполномоченной на то (в частном или публичном порядке) организацией или лицом в рамках устойчивой методологии. Исключение из дефинитивной конструкции такого элемента, как «ESG-профиль» обусловлено отказом от приверженности к какому-либо из специфицированных терминов, в том числе используемых международными организациями (в данном случае IOSCO). Включение в предложенное понятие отсылки на оценку экологического, социального и управленческого компонентов не видится излишней в силу того, что каждый из этих компонентов является собой сущность ESG-рейтинга, представляет собой его неотъемлемую часть, которая, одновременно с этим, должна быть верифицируема и сопоставима.

Как уже отмечалось ранее, проблема сопоставимости рейтингов существует. Тем не менее по своей природе она является прикладной, методологической, а не правовой проблемой. Условная недостижимость абсолютной сопоставимости критериев не свидетельствует о том, что они могут быть не сопоставимы вовсе. Сама несопоставимость уже может свидетельствовать о том, что анализируемые показатели сами по себе не верифицируемы, а значит, и включающий исключительно указанные

показатели «ESG-рейтинг» не может признаваться таковым и применяться для целей определения тенденций устойчивого развития.

Необходимость указания на принадлежность ESG-рейтинга рейтингуемому лицу (или множеству лиц), а также финансовому инструменту обусловлена в рамках настоящего диссертационного исследования оценкой перспектив правового регулирования, а именно перспективой расширения перечня ценных бумаг Сектора устойчивого развития, по которым мог бы быть обязан, например, паевой инвестиционный фонд [50], представляющий собой обособленный имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом. К тому же возможность присвоения ESG-рейтингов отдельным финансовым инструментам (их выпускам) может являться правом, идентичным праву присвоения таким же образом кредитного рейтинга (например, кредитного рейтинга облигаций), и реализовываться по аналогии.

Однако ESG-рейтинг и положенная в его основу независимая оценка в рамках развития общественных отношений в сфере финансирования устойчивого развития представляют интерес не только в контексте выявления особых свойств исключительно финансовых инструментов и обязанных по ним лиц, но и в контексте оценки иных объектов гражданских прав, которые так или иначе непосредственно коррелируют с возникновением и обращением ценных бумаг устойчивого развития.

Так, в рамках данного исследования повсеместно будет фигурировать взаимосвязь рынка ценных бумаг устойчивого развития с «проектами» устойчивого развития, их критериями (таксономией) и отдельными свойствами. Такой подход обусловлен сложившейся практикой, устоявшимся подходом. Например, в 2025 году, в рамках программы мероприятий в честь 80-й годовщины ООН был представлен и подготовлен доклад: «Российская Федерация и устойчивое развитие: обзор достижений, инициативы регионов, бизнеса и гражданского сектора (2020–2025)» [181], который включил в себя в том числе ключевые статистические данные о достижении целей устойчивого развития: № 5 (гендерное равенство), № 7

(недорогостоящая и чистая энергия), № 12 (ответственное потребление и производство), № 13 (борьба с изменением климата) и другие.

Достижение обозначенных целей почти всегда тесно коррелирует с реализацией каких-либо проектов, например национальных (которых с 1 января 2025 года стало на 19 больше), и каждый из них в той или иной мере призван оказать положительный эффект на достижение конкретной цели устойчивого развития (далее также — ЦУР), исходя из метрик реализации некоего «проекта». При этом на данный момент не выработано сколь либо универсальной легальной дефиниции понятия «проект», однако из совокупности содержания национальных нормативно-правовых и иных актов, например Федерального закона «Об инновационных научно-технологических центрах и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 29 июля 2017 г. № 216-ФЗ и Федерального закона «Об инновационном центре «Сколково» от 28.09.2010 № 244-ФЗ, Национального стандарта ГОСТ Р 56715.1-2015 и так далее, возможно сформировать общее представление о признаках, включаемых в данное понятие.

Так, под проектом обычно понимается некая системная последовательность проводимых мероприятий или действий отдельных субъектов, нацеленных на конкретный результат в обозначенные сроки и с учетом затрачиваемых на это ресурсов. В целом будет справедливо обозначить, что примерно в таком же контексте понимается содержание сущности «проекта» и в рамках Постановления Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 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» или в рамках методик присвоения ESG-рейтингов различных рейтинговых агентств. И такая методология применяется повсеместно, в итоге всегда оценивается именно положительный экономический, социальный или иной эффект в контексте

устойчивого развития и ESG, который достигается благодаря реализации того или иного «проекта». Согласно выработанной практике, такой «проект» для целей регулирования является «неделимым», то есть его структурные элементы (в том числе объекты гражданских прав, лежащие в основе реализации проекта) не рассматриваются в отдельности как объект, при помощи которого достигаются цели устойчивого развития.

Между тем именно неспособность публичных институтов в полной мере обеспечить потребности развивающегося общества вынуждает прорабатывать альтернативные подходы к правовым механизмам привлечения частных инвестиций, частного финансирования. Исходя из этого, обозначенный устоявшийся проектный подход заставляет нас задаваться вопросом не только о теоретической составляющей дефиниции «проект устойчивого развития», но и подробнее рассмотреть содержание такого проекта через призму объектов гражданских прав, которые, как нам видится, являются собой неотъемлемый элемент практически любого проекта.

Как известно, ещё Д.И. Мейер был одним из первых правоведов, приступивших к анализу такого правового явления, как «объект гражданского права», видя в нем одновременное противопоставление и единение вещи в обыденном смысле и её проявления в смысле юридическом. На сегодняшний день исследователями, например, профессорами Б.М. Гонгалло и Л.А. Новоселовой [114], Е.А. Сухановым выделяются новые виды объектов гражданских прав (цифровые права, информация) и одновременно с этим вырабатываются новые теоретические взгляды на признаки объектов гражданских прав исходя из их «ценности». Также и многие другие ученые, например, Д.В. Шорников [155], выделяют в объектах гражданских прав признак «социальной полезности». Данный подход является вполне устоявшимся, а его фундамент, в сущности, является наследием воззрений С.С. Алексеева, считавшего, что для гражданского права значение имеют лишь те вещи, которые обладают полезными свойствами, позволяющими их эксплуатировать и вступать по их поводу в правоотношения; вещи,

способные удовлетворять какую-либо потребность человека [65].

Таким образом, само по себе свойство «социальной полезности» в той или иной мере присуще любому объекту гражданских прав, однако в рамках настоящего исследования значение имеет не только факт наличия такой «полезности», но и её некий количественный показатель — характеристика положительного эффекта, оказываемого на достижение целей устойчивого развития посредством характеристик соответствующего объекта гражданских прав.

Безусловно, в данном случае речь идёт не о выделении нового вида объекта гражданских прав, а лишь о возникающей потребности в выработке подхода к установлению соответствующих характеристик объекта, по методике, схожей с методикой присвоения ESG-рейтингов выпускам эмиссионных ценных бумаг (также, в сущности, являющихся объектами гражданских прав) или юридическим лицам, наделения таких объектов особым юридическим статусом в ограниченных рамках, в частности, в рамках Сектора устойчивого развития.

Потребность в проработке особенностей установления характеристик объектов гражданских прав в контексте их соответствия целям устойчивого развития и критериям (таксономии) проектов устойчивого развития (далее — критерии или таксономия) видится в целом универсальной, обладающей значением не только для целей финансирования устойчивого развития на рынке ценных бумаг, но и для осуществления обычной хозяйственной деятельности субъектов общественных отношений: для оптимизации структуры активов юридического лица, а в случаях реорганизации и (или) учреждения юридических лиц — для предварительной оценки потенциального воздействия создаваемого (возникающего) юридического лица на экологию или общество [84], с учетом структуры переходящих к нему объектов гражданских прав (например, предприятия (ст. 132 ГК РФ), единые недвижимые комплексы (ст. 133.1 ГК РФ) или просто вещи, имущественные права, цифровые права, результаты интеллектуальной

деятельности).

Особое значение обозначенных объектов гражданских прав, которые с использованием механизмов независимой оценки могут быть охарактеризованы в качестве *«объектов гражданских прав, ориентированных на достижение целей устойчивого развития»* для рынка ценных бумаг заключается в их роли в формировании имущества инвестиционного фонда и имущественного пула (подробнее см. второй параграф первой главы), посредством которых одновременно обеспечивается рост ликвидности и концентрации таких активов на рынке ценных бумаг, а также достигается цель привлечения инвестиций в Сектор устойчивого развития.

**Таким образом,** подводя итоги первого параграфа первой главы диссертационного исследования, следует отметить, что достаточно неустойчивый понятийный аппарат, свойственный рассматриваемой сфере общественных отношений, должен быть подвергнут системной переоценке с учетом произведенного анализа и приведенных предложений по интерпретации таких понятий, как *«Правовое регулирование рынка ценных бумаг», способствующее достижению целей устойчивого развития* и *«Сектор устойчивого развития»*, с учетом предложенного понятия *«ESG-рейтинг»* и признаков, посредством которых оно раскрывается.

Существующая на сегодняшний день терминологическая база неоднородна, редко закреплена на уровне подзаконных актов и никогда — на уровне закона [118]. Она не соответствует идеям адаптации перспектив международного сотрудничества и не содержит в себе пространства для дальнейшего развития рынка ценных бумаг [117].

Проблемы «неоднородности» терминологической базы достаточно обширны. Например, она порождает необоснованное базовое разграничение таких явлений, как «устойчивое развитие» и «ESG», которое отмечалось М.В. Мажориной [94]. В сущности, параметр «ESG» имеет значение для проведения оценки какого-либо проекта или актива (формирования профессионального мнения) и раскрытия информации о таком мнении, однако

указанное мнение и подвергающиеся непосредственному анализу аспекты (ecological, social, governance) являются не чем иным, как внешним проявлением концепции устойчивого развития: они являются содержанием (устойчивое развитие) и формой (ESG). Тем не менее в случае, если терминологическая неопределенность в теоретических исследованиях не оказывает особого негативного воздействия на сами правоотношения, а даже, напротив, стимулирует дальнейшее исследование этой области, практическое отсутствие единообразия дефиниций и их содержания способно оказать куда более значимый негативный эффект.

В частности, различная интерпретация одних и тех же терминов различными операторами ESG-рейтингов, верифицирующими организациями, эмитентами ценных бумаг, профессиональными участниками и инвесторами может повлечь введение одной из сторон в заблуждение и возымеет сопряженные с этим юридические последствия. Примером тому может послужить судебный процесс по делу *People v. JBS USA Food Co.* (Docket number: 450682/2024 court: N.Y. Sup. Ct.), в котором основанием для иска по сути явилась как раз терминологическая неопределенность.

Ключевые особенности правового регулирования рынка ценных бумаг для достижения целей устойчивого развития, которые были выявлены и рассмотрены в рамках данного параграфа, во многом являются схожими для отечественной и мировой теории и практики. Так или иначе они сводятся к предопределению целей и основных направлений устойчивого развития, выступающих своеобразным базисом рассматриваемых общественных отношений; критериям конкретных проектов; требованиям к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития.

В аналогичном ключе дополнительное внимание уделяется проработке особых характеристик объектов гражданских прав, которые также могут подвергаться независимой оценке в контексте влияния, оказываемого ими на достижение целей устойчивого развития. Потребность в установлении ESG-характеристик объектов гражданских прав заключается в том, что такие

объекты неизбежно лежат в основе реализации любых проектов устойчивого развития, именно из них проистекает установление соответствия таксономии проектов устойчивого развития. Отмечается, что практика установления ESG-характеристик широкого перечня объектов гражданских прав посредством независимой оценки, позволила бы эффективнее использовать правовые механизмы инвестиционных фондов и клиринговых организаций, формирующих имущественный пул, для достижения целей устойчивого развития.

Между тем в отечественном правовом порядке совершенно особенное внимание уделяется именно «зеленому» развитию Российской Федерации, обеспечению поддержки в реализации «зеленых» проектов. Так, даже критерии адаптационных проектов (таксономия адаптационных проектов), утвержденные Постановлением Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587, во многом направлены на охрану окружающей среды — сокращение выбросов CO<sub>2</sub>, снижение удельных выбросов загрязняющих веществ или парниковых газов [18] и так далее. В количественной плоскости это выражается и в статистике Банка России по выпущенным на внутреннем рынке долговым ценным бумагам, включенным в сектор устойчивого развития. Порядка 230,48 млрд рублей приходится на «зеленые» облигации, что составляет более 59% [201] всего сектора.

Ввиду этого полагаем значимым выразить мнение о том, что устойчивое развитие представляет собой не финансирование охраны окружающей среды. Как и было отмечено в данном параграфе исследования, устойчивое развитие направлено на сбалансированное экономическое и социальное развитие общества с учетом сопутствующих такому развитию факторов и рисков, без ущерба для способности будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности. Иначе говоря, превалирование одного из факторов (в данном случае — экологического) по отношению к другим свидетельствует как раз о процессе, обратном устойчивому развитию.

Оно свидетельствует о том, что принципиальные цели устойчивого развития на сегодняшний день не достигаются и условий для их достижения нет, следовательно, и этот базис в перспективе должен подвергаться переоценке, расширению и адаптации [101].

Примером такой адаптации в значительной степени служит опыт Китайской Народной Республики, описанный в третьей главе настоящего исследования. В частности, генезис концентрации китайских метрик устойчивого развития на экологии и охране окружающей среды не является беспочвенным, а основывается на экологической ситуации, сопряженной с экономическим ростом. Исходя из этого, в случае Российской Федерации излишняя концентрация на проблемах, не обозначаемых в научных исследованиях и национальных проектах в качестве ключевых (в частности, экологических), слабо соотносится с целями именно устойчивого развития, что также должно учитываться при формировании подходов к независимой оценке и присвоении ESG-рейтингов.

## **1.2 Соотношение целей устойчивого развития Российской Федерации с правовым регулированием эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) ценных бумаг и их обращения**

Правовая и финансовая природа любого актива, независимо от того, является он ценной бумагой или производным финансовым инструментом, кроется в совокупности его юридической, экономической и методологической уникальности. Каждый из таких финансовых инструментов всегда нацелен на достижение конкретизированных целей, в заранее определенных (или адаптируемых) параметрах привлечения инвестиций.

Систематизация и разграничение существующих, проектируемых и теоретически моделируемых финансовых инструментов всегда представляла собой острую необходимость. При этом существует потребность

в классификации не только правовых конструкций тех или иных видов, категорий (типов) ценных бумаг, но и целей, которые с их помощью достигаются инвесторами и получателями инвестиций. Как уже отмечалось ранее, «такая классификация поспособствует не только определению текущего состояния правового регулирования рынка ценных бумаг Сектора устойчивого развития, но и упростит дальнейшие мероприятия по разработке новых видов, категорий (типов) ценных бумаг, а также позволит участникам такого рынка свободно ориентироваться в выборе способов инвестирования и привлечения денежных средств, увеличении ликвидности их активов» [123].

Для начала видится логичным провести основную дифференциацию соответствующих ценных бумаг на эмиссионные и неэмиссионные, которая универсальна для рынка ценных бумаг и являет собой некий правовой маркер степени участия в их допуске на финансовый рынок государства, которому свойственно превалирование императивного метода регулирования. Иначе говоря, процедура эмиссии безальтернативно сопряжена с публично-правовыми аспектами возникновения ценной бумаги, как объекта гражданского оборота, и второе невозможно без первого.

**П р и м е ч а н и е** – В соответствии с подпунктом 9 пункта 1 статьи 1 Закона о рынке ценных бумаг, эмиссия – это установленная законом последовательность связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг действий эмитента и иных лиц.

В соответствии с подпунктом 1 пункта 1 статьи 1 Закона о рынке ценных бумаг, эмиссионные ценные бумаги — любые ценные бумаги, которые характеризуются одновременно следующими признаками:

- закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Законом о рынке ценных бумаг формы и порядка;
- размещаются выпусками или дополнительными выпусками;
- имеют равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска (независимо от времени приобретения ценных бумаг).

Учитывая разносторонне описанную ранее сущность устойчивого развития, сложившуюся практику и доктринальные воззрения современных ученых, следует отметить, что сущность неэмиссионных ценных бумаг в меньшей степени способствует достижению целей устойчивого развития

именно в том виде, как они представлены на сегодняшний день, в силу устоявшегося понимания рынка ценных бумаг устойчивого развития в качестве строго верифицируемых в таком качестве (в пределах установленной таксономии проектов).

Не все неэмиссионные ценные бумаги обладают свойствами, позволяющими контрагентам или контролирующим органам достоверно судить о параметрах использования денежных средств, полученных от отчуждения ценных бумаг их первым владельцам. Они в меньшей степени подвержены строгому контролю (как частному, так и публичному) в части раскрытия лицами, обязанными по ним, информации о своей деятельности или об особенностях осуществления прав по таким ценным бумагам их держателями. Они также не всегда требуют совершения специальных регистрационных действий. Исходя из этого, полагаем уместным констатировать, что отсутствие рассмотренных признаков влечет за собой возникновение значимых рисков использования привлеченных денежных средств (или иных активов) не на цели устойчивого развития (предопределенные лишь формально). В совокупности с «плавающим» стандартом раскрытия информации это с высокой долей вероятности может приводить к систематическому нарушению прав инвесторов.

Обратная ситуация складывается с эмиссионными ценными бумагами в силу того, что они обладают перечисленными свойствами, а это значит, что выявленные риски Сектора устойчивого развития при их участии в нем должны быть в большей степени контролируемы, в особенности это касается мер борьбы с «зеленым камуфляжем», которые подробнее исследованы в главе 3.

Именно в связи с этим предполагается, что вектор дальнейшего развития рынка ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития, лежит в плоскости преимущественно эмиссионных ценных бумаг. Лишь немногие из неэмиссионных ценных бумаг рассматриваются в качестве финансовых инструментов, которые могли бы

быть допущены в Сектор устойчивого развития по различным причинам, как правило, связанным со степенью контроля за этим финансовым инструментом со стороны государства.

К примеру, стоит отметить, что совершенно иррациональным видится рассмотрение в ключе достижения целей устойчивого развития свойств, например, сберегательных, депозитных сертификатов, коносамента, чеков, закладных, которые либо обладают исключительно узкой направленностью использования, либо совершенно неконтролируемы, либо аккумулируют в себе оба этих недостатка. По этой же причине нецелесообразным видится и рассмотрение для целей устойчивого развития свойств векселя, который в соответствии со статьей 4 Федерального закона от 11.03.1997 № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе» [10] может быть только документарным (составлен только на бумаге (бумажном носителе), что не соответствует современным условиям цифровизации рынка ценных бумаг [64]. К тому же выпуск целевого векселя не урегулирован законодательством Российской Федерации и практически не встречается в мировой практике.

В следующую очередь эмиссионные ценные бумаги Сектора устойчивого развития необходимо разграничить по группам лиц, обязанным по соответствующим ценным бумагам, а именно выделить из их числа:

- 1) иностранных эмитентов, включая международные финансовые организации, размещение и (или) обращение ценных бумаг которых осуществляется в Российской Федерации;
- 2) Центральный Банк Российской Федерации (Банк России);
- 3) эмитентов российских государственных и муниципальных ценных бумаг;
- 4) прочих эмитентов.

Указанная последовательность обусловлена тем, что первые три группы эмитентов обладают особым положением на рынке ценных бумаг не только в Секторе устойчивого развития, но и в рамках прочих аспектов их деятельности на финансовом рынке [108].

Так, ранее, до 01.08.2019 года, действовал отдельный Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» [34], которым были урегулированы вопросы возникновения государственных и муниципальных ценных бумаг, исполнения обязательств Российской Федерации, субъектов и муниципальных образований, особенности их обращения, порядок раскрытия информации и правовые основы участия указанных субъектов права в осуществлении эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг. На сегодняшний день регулирование всех этих вопросов имплементировано в Бюджетный Кодекс Российской Федерации (далее — БК РФ) [2], что, по мнению некоторых авторов, повлекло «регрессивную динамику законодательных изменений гражданского законодательства в регулировании указанной сферы общественных отношений» [137].

Полагаем логичным согласиться с указанным подходом в силу того, что имплементация положений отдельного закона об эмиссии и обращении государственных и муниципальных ценных бумаг в БК РФ, помимо прочего, напрямую свидетельствовала о принципиальной смене характера регулируемых общественных отношений. Окончательно перевела их в плоскость отношений, возникающих между субъектами бюджетных правоотношений в процессе формирования доходов и осуществления расходов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации, осуществления государственных (муниципальных) заимствований. Цивилистический характер в указанных обстоятельствах становится всё более и более условным, сводится к заключению гражданско-правовых сделок в ходе размещения и обращения государственных и муниципальных облигаций. С позиции общей юридической теории такой подход видится вредным в силу того, что искажает суть государства, как субъекта гражданско-правовых отношений, пренебрегает равенством субъектов, которые в них участвуют, поддерживаемым большинством ученых-цивилистов [69, 75].

Соответствующая оговорка о том, что требования, установленные Банком России, не применяются для государственных и муниципальных облигаций содержится и в подпункте «е» пункта 5 раздела III Постановления Правительства Российской Федерации № 1587. Кроме того, из отдельных критериев социальных проектов следует, что в ряде случаев формируется оговорка о том, что на государственные и муниципальные системы не распространяются дополнительные критерии для отнесения проектов к социальным (пункты 1.1., 1.3., 2.1. Таксономии социальных проектов). Введение такой правовой конструкции в некоторой степени видится оправданным в связи с тем, что государство и муниципалитеты по своему существу должны быть ориентированы на реализацию социально и экологически значимых проектов, однако в этом можно усмотреть и неоправданное занижение требований к базовому соответствию субъектов, привлекающих инвестиции для достижения ими целей соответствующих проектов. В результате положительные и негативные стороны такого подхода к правовому регулированию сможет продемонстрировать лишь дальнейшее развитие конъюнктуры Сектора устойчивого развития и фактическая оценка целевого использования привлеченных такими субъектами денежных средств.

Вместе с тем стоит отметить, что, согласно статистике Банка России [201], с 01.06.2021 до 01.12.2021 органы государственного управления являлись безоговорочными лидерами в структуре задолженности по долговым ценным бумагам в секторе устойчивого развития, сохраняя данное значение на уровне 70 млрд рублей. Указанный уровень задолженности в реальном выражении сохраняется и по состоянию на 01.03.2026, однако в процентном выражении их доля в общей структуре задолженности по нарастающему итогу сократилась с 45% (по состоянию на 01.12.2021) до 14,31% (по состоянию на 01.03.2026), а место безоговорочного лидера с 01.08.2022 занимают «другие финансовые организации».

**П р и м е ч а н и е** – По состоянию на 01.12.2025 доля других финансовых организаций в структуре задолженности по долговым ценным бумагам в секторе

устойчивого развития составляет порядка 60% (231 млрд рублей).

Между тем на сегодняшний день не представляется возможным достоверно определить фактическую долю государственного сектора, облаченную в число «других финансовых организаций», которые руководствуются общими требованиями, установленными по таксономии проектов. Тем не менее следует констатировать, что она, по всей вероятности, является достаточно существенной, так как единственной учитываемой задолженностью органов государственного управления, согласно приведенной статистике, является задолженность по облигациям, выпущенным Правительством Москвы (ISIN RU000A1033Z8). В то же время в расчёт госсектора не берутся выпуски облигаций Государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ» (ISIN RU000A104Z48; RU000A107AU7) с общим объемом номинальной стоимости выпущенных облигаций 90 млрд рублей или дочерние структуры института развития — акционерного общества «ДОМ.РФ» (АО «Банк ДОМ.РФ и ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент»), чей общий объем номинальной стоимости выпущенных облигаций превышает 47 млрд рублей. В совокупности с выпуском облигаций Правительства Москвы он уже составляет более 53% (207 млрд рублей из 389,54 млрд рублей по состоянию на 01.12.2025), что к вопросу о перспективах развития подходов к критериям проектов представляется достаточно характерной статистикой, с точки зрения общей конъюнктуры складывающихся экономических отношений в этой сфере.

В свою очередь, говоря об эмиссионных ценных бумагах Банка России, следует отметить, что статьей 44 Закона о Банке России [13] ему предоставлено право от своего имени осуществлять эмиссию облигаций, размещаемых и обращаемых среди кредитных организаций в целях реализации денежно-кредитной политики. Все прочие особенности эмиссии и обращения облигаций Банка России содержатся в статье 27.5-1 Закона о рынке ценных бумаг. И хотя в законе не содержится ограничений по разновидностям облигаций, выпуск которых может осуществлять Банк России, закон

предусматривает единственное целевое ограничение для их выпуска — реализация денежно-кредитной политики.

Исходя из этого, видится верным заявить, что достижение целей устойчивого развития не может осуществляться Банком России за счёт средств, привлеченных путем размещения собственных облигаций, в силу того, что цели устойчивого развития и цели реализации денежно-кредитной политики не идентичны, хотя в теории и могут сопоставляться. Таким образом, Банк России в этом смысле не может выступать в качестве участника Сектора устойчивого развития, привлекающего частные инвестиции.

Несколько иначе обстоят дела с идеей ценных бумаг Сектора устойчивого развития, по которым могут быть обязаны иностранные эмитенты. В частности, статьей 51.1 Закона о рынке ценных бумаг устанавливаются общие особенности размещения и обращения в Российской Федерации ценных бумаг иностранных эмитентов, а пункт 2 указанной статьи содержит исчерпывающий перечень таких иностранных эмитентов в который, помимо прочих, включаются иностранные организации с местом учреждения в государствах, являющихся членами (или наблюдателями) Организации экономического сотрудничества и развития (далее — ОЭСР), Группы разработки финансовых мер по борьбе с отмыванием денег (далее — ФАТФ), Комитет экспертов Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (далее — Манивэл) и (или) Евразийского экономического союза (далее — ЕАЭС). При этом законодательство Российской Федерации на сегодняшний день не ограничивает права иностранных эмитентов на осуществление размещения и организацию обращения в Российской Федерации их ценных бумаг, которые по своей сути могут быть направлены на достижение целей устойчивого развития иностранного государства, но и не регламентирует указанные правоотношения особым образом.

Из этого следует, что к отношениям, связанным с такими ценными бумагами иностранных эмитентов, как и ко всем прочим, применяются также,

например, Указание Банка России от 03.10.2017 № 4561-У [29] и Указание Банка России от 18.08.2021 № 5887-У [27], а значит, такие финансовые инструменты могут, например, квалифицироваться в Российской Федерации соответствующим образом, как ценные бумаги (их соответствующие виды, категории (типы)), согласно присваиваемым им кодам (номерам) идентификации ценных бумаг (далее — ISIN) и международным кодам классификации финансовых инструментов (далее — CFI).

Одновременно с этим такие финансовые инструменты, признаваемые в Российской Федерации ценными бумагами, даже при условии, что их параметры, предусмотренные эмиссионной (или иной) документацией свидетельствуют о нацеленности обязанных по ним лиц на достижение глобальных целей устойчивого развития, не могут являться ценными бумагами Сектора устойчивого развития Российской Федерации, так как по смыслу Распоряжения Правительства Российской Федерации № 1912-р и Постановления Правительства Российской Федерации № 1587 они изначально не нацелены на «реализацию национальных целей развития Российской Федерации в области зеленого финансирования и устойчивого развития», если обратное не предусмотрено в эмиссионной документации такого финансового инструмента.

Между тем у нас отсутствуют сколь либо значимые основания заявлять о том, что нацеленность иностранных финансовых инструментов на «реализацию национальных целей развития Российской Федерации в области зеленого финансирования и устойчивого развития», а также их соответствие требованиям, установленным Правительством Российской Федерации, концептуально невозможны. Напротив, это вполне реализуемо. Ничто не препятствует дочерним организациям российских юридических лиц, или лицам дружественных иностранных государств реализовывать проекты подобного содержания [117].

Примечание – в настоящей работе под «дружественными иностранными государствами (странами)» понимаются иностранные государства и территории, не включенные в перечень иностранных государств и территорий, совершающих в отношении Российской Федерации, российских юридических лиц и физических лиц недружественные действия, утвержденный Распоряжением Правительства Российской Федерации от 05.03.2022 № 430-р.

В свою очередь, под «лицами» дружественных иностранных государств в настоящей работе следует понимать иностранные лица, которые не идентифицируются в качестве лиц иностранных государств, совершающих недружественные действия, в соответствии с подпунктом «а» пункта 1 Указа Президента Российской Федерации от 01.03.2022 № 81 «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации» и принятыми в дополнение к этому указу нормативными правовыми актами.

Таким образом полагаем, что иностранные эмитенты могут выступать участниками (субъектами) Сектора устойчивого развития Российской Федерации в исключительных случаях в том смысле, что финансовые инструменты, по которым они обязаны, должны соответствовать требованиям, установленным Правительством Российской Федерации. Стоит также отметить, что единственным последствием несоблюдения иностранными эмитентами именно рассматриваемых требований может являться лишь факт не отнесения таких ценных бумаг к видам, категориям (типам) ценных бумаг, нацеленных на достижение целей устойчивого развития и невозможность присвоения им соответствующего обозначения.

Ко всем прочим эмитентам предъявляются стандартные требования в части допуска их эмиссионных ценных бумаг на финансовый рынок, установленные Стандартами эмиссии ценных бумаг [24] и Постановлением Правительства Российской Федерации № 1587.

Приведенная в пример структура эмитентов рынка ценных бумаг устойчивого развития Российской Федерации представляется уместной и обоснованной, в том числе и с позиции доктрины. Разграничение рынка ценных бумаг на частно-правовой и государственный, а также муниципальный, секторы является закрепившейся мировой практикой. Процедура регистрации соответствующих выпусков не может быть идентичной в силу особенностей правового статуса таких субъектов. Вместе с

тем дифференциация в части предъявляемых к эмитентам таких ценных бумаг требований и таксономии проектов в будущем непременно потребует переоценки по мере того, как будут корректироваться условия существования и развития общества.

Также стоит предварительно отметить, что ещё одним общим критерием классификации, помимо субъектного состава, как для эмиссионных, так и для неэмиссионных ценных бумаг служит их финансовая сущность, выраженная в правовой природе прав, возникающих у их приобретателей, а именно разграничение на долговые и долевые ценные бумаги.

Переходя к классификации ценных бумаг Сектора устойчивого развития по иным основаниям, среди неэмиссионных ценных бумаг, чья правовая сущность обладает потенциалом в некоторой степени поспособствовать достижению целей устойчивого развития, следует, в первую очередь, выделить инвестиционные паи, цифровые свидетельства и клиринговые сертификаты участия. Конкретизируя роль соответствующих финансовых инструментов, представляется возможным отметить следующее.

Понятие «*инвестиционный пай*» и его отличительные особенности представлены в статье 14 Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (далее — Закон № 156-ФЗ) [17], а отдельные его свойства напрямую зависят от типа паевого инвестиционного фонда (далее — ПИФ), к которому он удостоверяет долю владения в праве собственности на имущество. Стоит также отметить, что на сегодняшний день из закона не следует, что инвестиционный пай (как и любой другой финансовый инструмент, помимо отдельных видов облигаций) является ценной бумагой, ориентированной на достижение целей устойчивого развития, однако достижение соответствующих целей может осуществляться за счет основополагающих целей такого ПИФа, в отношении которого инвестиционный пай удостоверяет права. Так, предполагается, что правила доверительного управления инвестиционным фондом могут содержать

инвестиционную декларацию, за счет которой его деятельность, а значит, и инвестиции пайщиков, могут быть ориентированы на достижение целей устойчивого развития на рынке ценных бумаг.

П р и м е ч а н и е – Правила формирования инвестиционной декларации отражены в подпункте 7 пункта 1 статьи 17, статьи 35 Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Однако, помимо формального приобщения инвестиционного пая к ценной бумаге сектора устойчивого развития, на основании лишь сопутствующей документации, из которой следует, что цели деятельности создаваемого фонда соотносятся с целями устойчивого развития и таксономией проектов, установленных ранее перечисленными актами Правительства Российской Федерации, представляется перспективным и совершенно иной способ идентификации обозначенной сущности такой ценной бумаги — через идентификацию активов, включенных в имущество инвестиционного фонда.

Конкретизируя обозначенный тезис, следует отметить, что проявление сущности инвестиционного пая, как «ценной бумаги устойчивого развития» может основываться на двух составляющих:

- деятельности инвестиционного фонда (приводящей к реализации проектов устойчивого развития и выполнению таксономии);
- имуществе фонда.

В случае, если имущество инвестиционного фонда состоит из объектов гражданских прав, содержание и использование которых само по себе соотносится с целями устойчивого развития, такие паи в теории также следует относить к категории ценных бумаг устойчивого развития. Одним из примеров обозначенной ситуации являются существовавшие ранее фонды художественных ценностей (подробнее рассматриваемые далее), имущество которых формировалось из определенных категорий художественных ценностей, что непосредственно коррелирует с достижением ряда целей

устойчивого развития.

При этом, безусловно, следует учитывать, что на текущем этапе выделить юридическую категория обозначенных объектов довольно затруднительно, так как определение их характеристик может носить лишь субъективный, оценочный характер и исходить из сопоставления их свойств с таксономией проектов устойчивого развития в рамках методик, которые могут быть разработаны рейтинговыми агентствами, обладающими опытом присвоения ESG-рейтингов.

Применимо *Клиринговых сертификатов участия*, которые выдаются клиринговой организацией по итогам формирования имущественного пула, приоритетным также выступает тезис об определении принадлежности ценной бумаги к сектору устойчивого развития (исходя из свойств объектов гражданских прав, которые косвенно формируют содержание соответствующей ценной бумаги).

Так, клиринговые сертификаты участия могут быть отнесены к ценным бумагам Сектора устойчивого развития при условии, что удостоверяемый ими имущественный пул формировался бы из имущества, соответствующего не только пункту 2 статьи 24.1 Федерального закона от 07.02.2011 № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» [8], но и соответствующим целям устойчивого развития.

Между тем в отличие от имущества, которое может включаться в состав имущества инвестиционного фонда, правила формирования имущественного пула строятся, исходя из включения в них ограниченного круга активов, потенциально требующих повышения ликвидности и концентрации: ценных бумаг, денежных средств, драгоценных металлов и товаров, допущенных к организованным торгам и (или) являющихся базисным активом производного финансового инструмента, допущенного к организованным торгам.

Безусловно, оценка соответствия свойств обозначенного имущества также носит субъективный характер, однако, на наш взгляд, все обозначенные

активы обладают значимым потенциалом к сопоставлению с целями устойчивого развития и таксономией проектов устойчивого развития. Так, например, ПАО «СПБ Биржа» проводит организованные торги товарами по таким отделениям, как «Строительные материалы», «Продукция химической промышленности», «Черные металлы», «Сельскохозяйственная продукция», «Товары народного потребления» и так далее [202], тем самым создавая условия для включения таких объектов в имущественный пул.

В свою очередь, условие о базисном активе производного финансового инструмента имеет значение в контексте развития проектов «технологического суверенитета» [154]. Как отмечалось Первым заместителем председателя ВЭБ.РФ, А. Мирошниченко, в рамках таких проектов рассматривается два финансовых инструмента — структурные ноты (структурные облигации) и цифровые финансовые активы. Предполагается, что их доходность будет привязываться к ценам базовых активов, так или иначе связанных с продукцией компаний, получающих такое финансирование: «Речь идет о проектах, которые производят продукцию с хорошо наблюдаемой ценой — металлы, востребованные в электротехнической промышленности, например медь, платина, палладий, либо продукцию высоких переделов вроде полиэтилена» [179].

Выход на рынок ценных бумаг финансовых инструментов с такими базовыми активами создаст условия для их включения и в имущественный пул, позволяя тем самым реализовывать клиринговые сертификаты участия в качестве побочного финансового инструмента в финансировании технологического суверенитета. Практика же сопоставления с целями устойчивого развития отдельных выпусков эмиссионных ценных бумаг, в частности, выпусков облигаций, на зарубежном и российском финансовых рынках представлена вполне обширно, тем самым создавая базовые условия для формирования имущественного пула из таких облигаций.

Тем не менее даже в том случае, если бы соответствующий

имущественный пул состоял исключительно из ценных бумаг устойчивого развития или соответствующих товаров, допущенных к организованным торгам и (или) являющихся базисным активом производного финансового инструмента, верифицированных в таковом качестве, по своему финансовому смыслу такие сертификаты оставались бы тем, чем они являются — инструментом повышения ликвидности иных активов, концентрации, увеличения объема сопутствующих торгов и обеспечением по договорам репо, что, с одной стороны, лишь опосредованно относится к целям устойчивого развития, но, с другой стороны, может породить совершенно уникальный инструмент устойчивого развития, способствующий росту ликвидности и концентрации таких объектов гражданских прав в случае дальнейшего роста обозначенного рынка.

*Цифровые свидетельства* по своей правовой природе, согласно пункту 1 статьи 9 Федерального закона от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [15] (далее — Закон № 259-ФЗ), являются неэмиссионной бездокументарной ценной бумагой и лишь удостоверяют принадлежность некоему лицу утилитарного цифрового права. Сами по себе цифровые свидетельства не обеспечивают финансирования устойчивого развития как такового, однако они также направлены на оптимизацию ликвидности и её концентрации посредством обеспечения возможности транслировать утилитарные цифровые права к привычному для инвесторов биржевому обращению [99]. В некотором смысле они всегда являются фикцией, производной от утилитарных цифровых прав.

В данном случае сложность заключается в предопределении однозначной принадлежности базового актива к объектам гражданских прав, чьи характеристики сопоставляются с целями устойчивого развития и таксономией проектов, так как под утилитарными цифровыми правами, согласно части 1 статьи 8 Закона № 259-ФЗ, могут пониматься:

- право требовать передачи вещи (вещей);

- право требовать передачи исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности и (или) прав использования результатов интеллектуальной деятельности;

- право требовать выполнения работ и (или) оказания услуг.

Подобная структуризация содержания исследуемого объекта значительно усложняет потенциальную процедуру оценки соответствия обозначенных объектов прав таксономии проектов и целям устойчивого развития, так как подразумевает единовременное определение характеристик для широкого спектра объектов, раскрытия ESG-содержания для цифрового свидетельства; утилитарного цифрового права, которое оно удостоверяет; права какого-либо требования (передачи вещи, выполнения работ и прочее) и самой вещи, работ или услуг, или прав на результаты интеллектуальной деятельности.

В обозначенных условиях предпосылки к дальнейшему развитию очерченной области видятся в достаточной степени размытыми, так как и процедура верификации актива, и процедура присвоения ESG-рейтинга (выражения профессиональное мнение о количественных и качественных характеристиках) на сегодняшний день строятся на том, что оцениваемый объект статичен, а какое-либо изменение объекта (например, реорганизация юридического лица, которому присвоен ESG-рейтинг) не влечет за собой перехода такой оценки (мнения) на юридическое лицо, возникающее в результате такой реорганизации.

Представляется, что схожий принцип применим и относительно объектов гражданских прав.

Так, «из приведенных примеров возможно сделать соответствующий вывод, что неэмиссионные ценные бумаги, которые теоретически могут быть отнесены к ценным бумагам устойчивого развития, играют в большей степени посредническую роль между инвесторами (их инвестициями) и структурами, которые могут быть направлены непосредственно на достижение целей устойчивого развития» [117].

Переходя к внутренней классификации эмиссионных ценных бумаг стоит обратить внимание на то, что правовая сущность долговых эмиссионных ценных бумаг заключается в предоставлении инвестором эмитенту некоторой денежной суммы, которая по истечении установленного условиями по такой ценной бумаге времени должна быть возвращена инвестору (тело долга) вместе с доходностью (купонный доход). Длительное время правовое регулирование долговых ценных бумаг аналогично займу неразрывно связывалось с категорией «процента», однако на сегодняшний день существуют инструменты партнерского финансирования [141], такие как сукук, не предполагающие оперирования категорией «процента» при формировании условий выпуска. Таким образом, по своему финансовому смыслу доходность по таким инструментам всё ещё может исчисляться в процентном соотношении от тела долга, однако, с юридической точки зрения, доходность по ним не зависит от категории «процента».

Также омонимической может считаться природа облигаций в силу того, что размещение таковых представляет собой форму заключения договора займа, в то время как все последующие сделки займом не являются. Вместе с тем размещение облигаций, то есть совершение сделок, направленных на отчуждение облигаций их первым владельцам, по своей правовой природе остается одновременно и сделками с ценными бумагами, и формой заключения договора займа. Кроме того, из содержания пункта 1 статьи 807 ГК РФ длительное время предполагалось, что заем всегда обладает признаком возвратности, однако, природа структурных облигаций, предусмотренных статьей 27.1–1 Закона о рынке ценных бумаг предполагает, что возвратность как тела долга, так и купонного дохода в данном случае зависит от наступления или ненаступления определенных обстоятельств. То есть такой заем фактически может стать невозвратным при наступлении определенных условий.

Приведенные правовые конструкции призваны проиллюстрировать не столько правовую природу долговых ценных бумаг, сколько разнообразие

подходов к определению содержания, сущности облигаций, вариативность целей, преследуемых их выпуском для упрощения дальнейшего их сопоставления с целями устойчивого развития Российской Федерации.

*Облигации* видится уместным разграничить на целевые и нецелевые. Целевые облигации подразумевают, что их эмитент может направить привлеченные денежные средства лишь на цели, определенные условиями соответствующего выпуска облигаций. Нецелевые облигации не предполагают строгой регламентации целей финансирования и, соответственно, не требуют юридических мер контроля в указанной части. Вместе с тем нецелевые облигации могут ставить наступление последствий, связанных с выплатой тела долга или купонного дохода по облигациям в зависимость от наступления тех или иных обстоятельств, юридических фактов.

К нецелевым облигациям, которые направлены на достижение целей устойчивого развития, могут быть отнесены одноименные «облигации, связанные с целями устойчивого развития», «облигации климатического перехода», а также упомянутые «структурные облигации», средства от которых могут быть направлены на любые проекты, реализуемые получателем инвестиций.

К целевым облигациям, направленным на достижение соответствующих целей, могут быть отнесены «облигации, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проектов, направленных на сохранение и охрану окружающей среды» [144], «облигации с использованием денежных средств, полученных от их размещения, на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием адаптационных проектов», «облигации с использованием денежных средств, полученных от их размещения на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проектов, направленных на развитие общественной жизни», а также «облигации с использованием денежных средств, полученных от их размещения на цели, связанные с финансированием

и (или) рефинансированием проекта по созданию и (или) реконструкции имущества». Привлеченные от их размещения денежные средства могут расходоваться исключительно на определенные в условиях соответствующих выпусков проекты, цели.

Общей сущностью для облигаций любых видов является непосредственное привлечение денежных средств через их размещение, фактически — заключение договора займа. Такой заем, соответственно, является одним из наиболее привлекательных проявлений Сектора устойчивого развития рынка ценных бумаг, так как обычно не предполагает возникновения у эмитента иных обязательств, помимо денежных (исключением выступают облигации, конвертируемые в акции). В свою очередь, права инвесторов-приобретателей облигаций также в должной степени охраняются законом, минимизируя шанс невозвратности таких займов, а в случае, если такие облигации обращаются на организованных торгах, также обеспечивается рост их ликвидности.

Завершающим компонентом предлагаемой классификации ценных бумаг, которые могут способствовать достижению целей устойчивого развития, являются *акции*. В соответствии с определением, которое содержится в подпункте 9 пункта 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг, акции представляют собой эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после ликвидации. Одновременно с этим, нельзя не отметить, что увеличение уставного капитала путем дополнительного выпуска акций различных категорий является не только способом распределения (или перераспределения) корпоративного контроля, но и средством привлечения инвестиций в форме денежных средств или иного имущества, вносимого в их оплату. Такая характеристика дополнительного выпуска основывается, в частности, на позиции Высшего арбитражного суда Российской Федерации о недопустимости дополнительной эмиссии,

направленной исключительно на размытие долей отдельных акционеров.

П р и м е ч а н и е – согласно позиции, изложенной в постановлении Президиума Высшего арбитражного суда от 06.04.2010 № 17536/09 [171], решение об увеличении уставного капитала, принятое с единственным намерением перераспределить между акционерами голоса на общем собрании, не соответствует предусмотренным Федеральным законом от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» [16] (далее — Закон об акционерных обществах) целям размещения дополнительных акций.

Стоит также дополнительно отметить, что долевые ценные бумаги не могут быть охарактеризованы как целевые или нецелевые: это противоречило бы их правовому смыслу, однако, права по таким ценным бумагам и дивидендная политика корпорации могут быть неразрывно связаны с достижением целей устойчивого развития, которые во многом определяются не столько ролью акций, как ценной бумаги, сколько целями организации-эмитента (как и в случае с ПИФ). Такой подход может распространяться на любые юридические лица или формы объединения капиталов субъектов без образования юридического лица, притом цели их деятельности не обязательно должны быть исключительно уставными.

Вместе с тем удостоверение корпоративных прав в организации, чья деятельность соответствует целям устойчивого развития, не является пределом акции, как перспективной ценной бумаги Сектора устойчивого развития, если говорить о такой их разновидности, как акции привилегированные. Согласно пункту 2 статьи 32 Закона об акционерных обществах, размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными, если уставом общества установлен порядок их определения. Таким образом, данный правовой механизм может быть использован для определения размера дивидендов, получаемых держателями привилегированных акций в зависимости от достижения или недостижения обществом определенных верифицируемых показателей, являющихся маркерами достижения целей устойчивого развития организации, а в широком смысле — и критериев проектов. И несмотря на то, что владельцы привилегированных

акций не наделены правом голоса по всем вопросам, отнесенным к ведению общего собрания акционеров, вопросов, которые отнесены к их компетенции в силу пункта 4 статьи 32 Закона об акционерных обществах достаточно, чтобы контролировать общий подход к выплате дивидендов по таким акциям, следовательно, и деятельность корпорации.

Действующее законодательство также предусматривает возможность установить накопление и выплату дивиденда по привилегированным акциям не позднее срока, определенного уставом. Такой вид привилегированных акций именуется кумулятивными и сохраняет возможность установления размера дивидендов от каких-либо финансовых или иных показателей деятельности общества, а вот в случае с привилегированными акциями с преимуществом в очередности погашения такой возможности не представляется. Размер дивиденда по ним определяется в твердой денежной сумме, либо в процентах от их номинальной стоимости, что не позволяет выстроить прямую зависимость доходности такого инструмента от достижения организацией целей устойчивого развития.

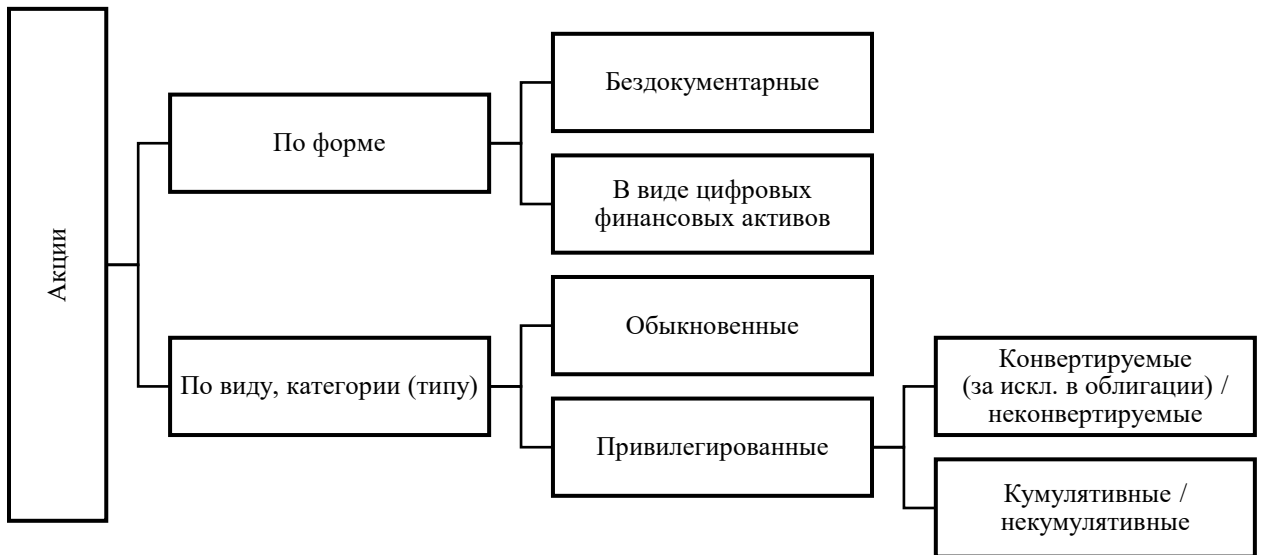
Указанные особенности формирования прав по акциям являются системообразующими в контексте достижения с их помощью целей устойчивого развития, однако есть и ещё несколько оснований для классификации привилегированных акций, условия выпуска которых подразумевают их корреляцию с достижением целей устойчивого развития. В частности, такие акции также могут быть конвертируемыми (в обыкновенные акции или иной тип привилегированных акций того же общества-эмитента) и неконвертируемыми. Заложение в решение о выпуске акций соответствующего механизма позволяет держателям таких ценных бумаг или эмитенту (либо им обоим) по своему заявлению и (или) при наступлении определенных обстоятельств произвести конвертацию одной эмиссионной ценной бумаги в другую, например, из одной категории (типа) привилегированных акций в другую (или в обыкновенные акции).

Примечание – Законодательством Российской Федерации не допускается конвертация обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги (пункт 3 статьи 31 Закона о рынке ценных бумаг). Также не допускается конвертация привилегированных акций в облигации.

Притом аналогичным образом такое право может быть заложено в условия выпуска не только долевых, но и долговых финансовых инструментов (конвертируемые облигации). Данная правовая конструкция может как позволить обеспечить рост ликвидности ценной бумаги, так и «настраивать» доходность среди выпусков ценных бумаг, чьим держателем или эмитентом является соответствующее лицо, принимающее решение о конвертации одной ценной бумаги в другую.

Ещё одним основанием для классификации акций является дифференциация по форме их выпуска. Ранее законодательство знало две формы акций: документарную и бездокументарную. Однако со вступлением в силу Федерального закона от 27 декабря 2018 г. № 514-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг» [6] (далее — Закон № 514-ФЗ) разновидность документарных эмиссионных ценных бумаг по общему правилу была исключена. Вместе с тем, вероятно, право онтологически не терпит отсутствия дихотомии, отчего со вступлением в силу Закона № 259-ФЗ вскоре возникла новая форма акций в виде цифровых финансовых активов, учет прав по которым ведется оператором инвестиционной платформы, где они выпускаются. Такая специфическая форма акций предусмотрена в статье 13 Закона № 259-ФЗ, однако, она в данный момент не обрела особой популярности. Между тем такая форма видится достаточно перспективной из-за предполагаемого высокого уровня цифровой безопасности как в рамках учета прав по таким ценным бумагам, так и в рамках упрощения процедуры эмиссии и обращения. Обусловленная обозначенными качествами схема форм и категорий (типов) акций,

потенциально соотносимых с целями устойчивого развития, представлена на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Формы, категории (типы) акций Сектора устойчивого развития

Таким образом, конкретизируя видовое разнообразие ценных бумаг Сектора устойчивого развития видится уместным предложить следующую классификацию, основанную на рассмотренном целеполагании:

В зависимости от особенностей введения в оборот ценных бумаг Сектора устойчивого развития их можно разграничить на эмиссионные ценные бумаги и неэмиссионные ценные бумаги.

Среди неэмиссионных ценных бумаг устойчивого развития могут быть выделены долговые (клиринговый сертификат участия) и долевыми (инвестиционный пай) ценные бумаги, в зависимости от природы удостоверяемых ими правоотношений, сложившихся между контрагентами – инвестором и получателем инвестиций. Не относящимися ни к долевым, ни к долговым ценным бумагам являются цифровые свидетельства, являющиеся ценными бумагами формально, но по своему финансовому смыслу приближающиеся к производному финансовому активу, так как их ценность формируется из базового актива.

Среди эмиссионных ценных бумаг также могут быть выделены долговые (облигации) и долевые (акции) ценные бумаги, по аналогичному признаку, однако, помимо такой дифференции, также значительным является разграничение по составу лиц, выпускающих соответствующие эмиссионные ценные бумаги на:

- а) иностранных эмитентов;
- б) эмитентов российских государственных и муниципальных ценных бумаг;
- в) всех прочих эмитентов.

От принадлежности эмитента к одному из указанному секторов непосредственно зависит сама процедура эмиссии, возможность их конвертации, а также возможность отнесения таких ценных бумаг к Сектору устойчивого развития. Например, ценные бумаги, выпускаемые Банком России, вовсе не могут напрямую влиять на достижение целей устойчивого развития. В свою очередь, ценные бумаги иностранных эмитентов для достижения таких целей требуют соблюдения группы специальных условий. К тому же такая возможность напрямую не закреплена в законодательстве Российской Федерации.

Находящиеся в группе эмиссионных долговых ценных бумаг облигации (конвертируемые и неконвертируемые) дополнительно следует разграничить на целевые и нецелевые: к целевым относятся: «зеленые» облигации [110]; адаптационные облигации; социальные облигации и инфраструктурные облигации, а также облигации технологического суверенитета. К нецелевым облигациям следует относить «облигации, связанные с целями устойчивого развития», «облигации климатического перехода», а также «структурные облигации», разница между которыми заключается в наличии/отсутствии целей финансирования и содержании таких целей при их наличии, а также особенностях установления зависимости размера выплат купонного дохода от достижения тех или иных показателей, наступления или ненаступления обстоятельств, либо самого факта выплаты купонного дохода и (или) тела

долга по таким облигациям.

К находящимся в группе эмиссионных долевых ценных бумаг акциям следует относить обыкновенные акции и привилегированные (конвертируемые и неконвертируемые). При этом предельное количество категорий (типов) привилегированных акций законом не установлено, тем не менее номинальная стоимость размещенных привилегированных акций общества не должна превышать 25% от уставного капитала общества.

Указанная классификация ценных бумаг, которые могут быть отнесены к Сектору устойчивого развития, подробно проиллюстрированная в приложении А, представляется исчерпывающей, однако является в достаточной степени результатом оценочного моделирования, особенно в части облигаций технологического суверенитета, выпуск которых на данный момент не урегулирован Стандартами эмиссии ценных бумаг. Некоторые из указанных в классификации ценных бумаг по своему финансовому смыслу порой могут относиться, скорее, к производным финансовым инструментам, например, структурные облигации или цифровые финансовые активы. Вместе с тем указанная классификация основывается на текущей конъюнктуре рынка ценных бумаг Российской Федерации, в связи с чем отказ от отнесения указанных правовых механизмов к ценным бумагам Сектора устойчивого развития в рамках доктринального осмысления видится не столь продуктивным, как их рассмотрение в подобном разрезе.

Предложенная классификация ценных бумаг Сектора устойчивого развития не могла бы являться таковой в отсутствии соотнесения правовых и финансовых возможностей каждого отдельно взятого вида, категории (типа) проанализированного финансового инструмента с конкретными целями, основными направлениями устойчивого развития Российской Федерации и их критериями, основные представления о которых были сформулированы в первом параграфе данной главы настоящего исследования.

Между тем, как уже упоминалось ранее, подход к целеполаганию устойчивого развития может значительно различаться в зависимости

от предназначения того или иного нормативного акта, от методологии организаций и институтов развития, наделенных полномочиями в сфере устойчивого развития, о чем свидетельствует соотнесение целей, представленное в приложении Б.

Как следует из приведенного сравнения, нормативно закрепленные Правительством Российской Федерации цели устойчивого (в том числе зеленого) развития формально охватывают куда меньшую сферу, нежели цели, заявляемые международными организациями, такими как ООН и ЕАЭС и даже чем цели, заявляемые государственной корпорацией развития России ВЭБ.РФ, наделенной группой соответствующих полномочий в рамках закона и Меморандума о финансовой политике государственной корпорации развития ВЭБ.РФ, утвержденного Распоряжением Правительства Российской Федерации № 2208-р [23].

В связи с этим в значительной степени затруднительно однозначно определить перечень целей, которые, во-первых, обозначаются наиболее значимыми и, во-вторых, достижимы именно за счет привлечения финансирования на рынке ценных бумаг. Вместе с тем, в силу действующего законодательства и таксономии проектов, к таким целям однозначно могут быть отнесены цели, заявленные в рамках Распоряжения Правительства Российской Федерации от 14.07.2021 № 1912-р, которые не единожды были упомянуты ранее, и в отношении которых уже составлены критерии проектов. Они объективно требуют привлечения стороннего финансирования с использованием финансовых инструментов хотя бы в меру формально-юридического указания на это.

Вместе с тем и прочие цели, заявляемые ВЭБ.РФ, должны носить не декларативный, а методологический характер, и многие из них могут быть охарактеризованы как требующие привлечения стороннего финансирования. Между тем данные цели, в первую очередь; носят публично-правовой характер. Частно-правовая сущность их достижения проявляется отнюдь не на этапе формирования методик их достижения, а на этапе заключения

гражданско-правовых сделок, направленных на возникновение права собственности на соответствующие виды, категории (типы) ценных бумаг, преследующих достижение указанных целей.

Таким образом, такие цели, как «обеспечение здорового образа жизни и содействие благополучию для всех в любом возрасте», «обеспечение всеохватного и справедливого качественного образования и поощрения возможности обучения на протяжении всей жизни», «обеспечение всеобщего доступа к недорогим, надежным, устойчивым и современным источникам энергии для всех» или «создание стойкой инфраструктуры, содействие всеохватной и устойчивой индустриализации и инновациям» хотя и не заявляются в рамках отдельного нормативно-правового акта, в сущности, предусматриваются в разрезе критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации [149]. Их достижение напрямую зависит не только от обязательств держателя и обязанного по ценной бумаге лица, закладываемых в сущность ценной бумаги (права по ценной бумаге), но и от самой персоналии обязанного по ценной бумаге лица.

Безусловно, «обеспечение здорового образа жизни и содействие благополучию для всех в любом возрасте» не является задачей абсолютно каждой организации [42], однако мы можем с высокой долей вероятности констатировать относимость к данной цели организаций сферы здравоохранения.

Аналогичным образом мы не можем заявлять, что обеспечение всеохватного и справедливого качественного образования также является целью организаций сферы здравоохранения. Совершенно очевидно, что указанные цели могут преследовать образовательные организации, в связи с тем, что с этим, как правило, неразрывно связана осуществляемая ими хозяйственная деятельность.

Из этого мы можем констатировать значимость соотношения с целями устойчивого развития не только самого финансового инструмента, но и лица, которое его выпускает, становится обязано по нему перед его держателями.

Притом непосредственные цели, которые преследует такая организация, могут различаться даже в рамках реализации целей устойчивого развития. Например, в перспективе эмитент ценных бумаг может сталкиваться с невостребованностью размещаемых им облигаций Сектора устойчивого развития на организованных торгах. Из-за особенностей дивидендной политики, неэффективного управления, недостижения целевых финансово-экономических результатов компании может снижаться рыночная стоимость долевых ценных бумаг эмитента.

В зависимости от каждой из указанных целей, в совокупности с конкретными причинами, которые преследуются каждым отдельно взятым хозяйствующим субъектом, принимается решение о необходимости выпуска ценных бумаг Сектора устойчивого развития по предложенной классификации их видов, категорий (типов).

В сущности, по финансовому смыслу предложенный перечень ценных бумаг Сектора устойчивого развития можно разделить на две группы, изображенные на рисунке 2:

- направленные непосредственно на привлечение денежных средств или иного имущества;
- направленные на изменение сущности уже выпущенных ценных бумаг, их секьюритизации, повышение ликвидности, организацию регуляторного арбитража.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Ценные бумаги Сектора устойчивого развития по назначению

При этом каждая из групп по-своему может способствовать достижению целей устойчивого развития в случаях, когда соответствующий вид ценной бумаги не ограничен публично-правовыми рамками, а структурирование условий его допуска на финансовый рынок лежит исключительно в частно-правовой плоскости, ограничиваемой лишь общими требованиями, предъявляемыми к соответствующему виду, категории (типу) ценной бумаги. В случаях же, при которых реализуются правила о верификации, допущение вариативности целей и (или) критериев (таксономии) проектов практически не реализуется, за исключением тех ситуаций, при которых критерии проектов допускают вариативность, подробнее рассмотренную в параграфе 2 главы 3 настоящего исследования.

Исходя из обозначенных тезисов, соотношение достигаемых целей и критериев проектов с финансовыми инструментами, посредством которых

сопутствующие цели могут достигаться, представлено в таблице 3.

Таблица 3 – Соотношение целей выпуска (возникновения) ценных бумаг с заявленными целями устойчивого развития и критериями (таксономией) проектов

Вид / Категория / Тип		Сопоставимые ЦУР по ООН (приложение Б) (№)	Сопоставимые критерии (таксономия)	Принцип структурирования (глава 2)	Эффект
1		2	3	4	5
Облигации	Нецелевые	Связанные с целями устойчивого развития	1-17;	Парижское соглашение / Резолюция ООН от 25 сентября 2015 г. № 70/1	Верификация
		Климатического перехода	13-15;		
		Структурные облигации	1-17;	Не обязательны	
	Целевые	Зеленые	6, 7, 13, 14, 15;	Критерии зеленых проектов	Верификация
		Адаптационные	6, 7, 13, 14, 15;	Критерии адаптационных проектов	
		Социальные	1-5, 8-12;	Критерии социальных проектов	
		Инфраструктурные	5, 9, 11;	Ст. 4, 115-ФЗ ст. 7, 224-ФЗ	
		Технологического суверенитета	4, 9, 12;	Критерии проектов технологического суверенитета	

Продолжение таблицы 3

1		2	3	4	5	
Акции	Обыкновенные	1-17;	СООТВЕТСТВИЕ КРИТЕРИЯМ (ТАКСОНОМИИ) НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫМ	Цели создания / деятельности корпорации;		
	Привилегированные	Неконвертируемые		1-17;	(дополнительно) Структура прав по ценной бумаге, предполагающая становление акций голосующими	Реструктуризация корп. контроля
		Конвертируемые		1-17;	(дополнительно) Структура прав по ценной бумаге, предполагающая конвертацию при наступлении определенных обстоятельств.	
Инвестиционные паи		1-17;		Свободная структура имущества фонда и целей фонда		
Клиринговые сертификаты участия		1-17;		Свободная структура имущественного пула		
Цифровые свидетельства		1-17;		Свободная структура утилитарного права		

Источник: составлено автором.

**Выводы.** Ограниченные воззрения законодателя на потенциал отдельных видов и категорий ценных бумаг в контексте достижения целей устойчивого развития, а также низкая степень теоретической разработанности данной проблемы повлекли за собой последствия, крайне неблагоприятные для финансового рынка в целом и инвестиционного климата Сектора устойчивого развития Российской Федерации в частности.

На сегодняшний день практически единственным общепризнанным видом ценной бумаги устойчивого развития являются облигации, относимые к особым категориям, приведенным в таблице 3. Между тем обозначенный подход в корне не соответствует фактической конъюнктуре общественных

отношений в сфере финансирования проектов устойчивого развития и ограничивает потенциал к развитию иных видов ценных бумаг, также обладающих, по нашему мнению, особым потенциалом.

В рамках предложенной классификации к таким видам ценных бумаг, помимо облигаций, относятся также акции (обыкновенные и привилегированные), инвестиционные паи, клиринговые сертификаты участия и цифровые свидетельства. Безусловно, классификация обозначенных видов ценных бумаг была бы не полной, если бы в ней не были учтены и традиционные элементы классификации ценных бумаг (их деление на эмиссионные и неэмиссионные, долговые (целевые и нецелевые) и долевыe), однако ключевым признаком, легшим в основу данной классификации, выступает единение финансово-экономического потенциала конкретного вида финансового инструмента и юридическая возможность включения в его правоустанавливающую документацию (в том числе эмиссионную в случае с эмиссионными ценными бумагами), положений, обязывающих или стимулирующих субъект, привлекающий инвестиции, осуществлять свою деятельность ориентируясь на достижение целей устойчивого развития [123].

Более того, полная предложенная классификация, приведенная в приложении А, является значимым маркером выявления текущих и потенциальных проблем идентификации ценных бумаг в качестве ценных бумаг устойчивого развития. На сегодняшний день, как следует из Постановления Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587 и Распоряжения Правительства Российской Федерации № 1912-р, во главу угла ставится конкретный положительный эффект от реализации какого-либо проекта определенным субъектом. Однако достаточное внимание уделяется лишь классификации категорий облигаций, тогда как акции, удостоверяющие корпоративные права в корпоративных юридических лицах, непосредственно реализующих такие проекты, редко причисляются к категории ценных бумаг устойчивого развития даже с учетом развитости мировой практики присвоения

компаниям ESG-рейтингов, которые, в сущности, неразрывно связаны с сопутствующими выпусками акций таких компаний.

При этом как в теории, так и на практике в контексте устойчивого развития недостаточное внимание уделяется иной юридической категории — объектам гражданских прав. Вполне очевидно, что реализация любого проекта устойчивого развития и достижение любых метрик таксономии проектов неразрывно связаны не только с «деятельностью» какой-либо организации, но и с её активами. Так, в особых случаях само существование какого-либо актива и его содержание может способствовать достижению целей устойчивого развития, например, содержание художественной ценности, внесенной в имущество паевого инвестиционного фонда (ранее — фонды художественных ценностей). В данном случае следует задаться вопросом: что в большей степени надлежит оценивать для определения факта достижения целей устойчивого развития — деятельность инвестиционного фонда, нацеленную на содержание и обслуживание подобного актива, или же свойства самого объекта гражданских прав, составляющего имущество? Мы склонны настаивать на возрастающей потребности в единении обозначенных подходов, констатировать растущую потребность оценивать не только «положительный эффект» от какой-либо деятельности, но и имущество, посредством которого такая деятельность в принципе реализуема.

Развитие данного подхода дополнительно объясняет включение в авторскую классификацию ценных бумаг устойчивого развития инвестиционных паев, цифровых свидетельств и клиринговых сертификатов участия. В каждом из перечисленных случаев значением обладает не только деятельность лиц, обязанных по перечисленным видам ценных бумаг, но и то, права на какой иной объект права такие ценные бумаги удостоверяют.

Обозначенная система обладает теоретической и практической значимостью в контексте формирования системного подхода к развитию рынка ценных бумаг устойчивого развития, расширяет финансовые и правовые

границы достижения целей устойчивого развития, носит прогностический характер и способствует формированию у участников финансового рынка общего представления о содержании генезиса финансовых инструментов, которые потенциально могут быть ориентированы на достижение целей устойчивого развития, не только посредством привлечения частного финансирования на реализацию проектов устойчивого развития, но и посредством аккумуляции особых объектов гражданских прав, которые сами по себе способствуют достижению целей устойчивого развития.

### **1.3 Участники общественных отношений в сфере эмиссии и (или) возникновения права собственности и обращения ценных бумаг в целях устойчивого развития Российской Федерации и правовая регламентация их деятельности**

Ещё одним немаловажным вопросом, который следует рассмотреть в рамках настоящего исследования, является вопрос субъектного состава участников общественных отношений в сфере правового регулирования рынка ценных бумаг в целях устойчивого развития, а также отдельные вопросы нормативно-правового и локального регулирования осуществляемой ими деятельности.

В частности, во многом справедливым видится выделение из числа таких участников следующих групп субъектов:

- инициаторы инструмента финансирования устойчивого развития или проекта устойчивого развития;
- верификаторы инструмента финансирования устойчивого развития;
- методологические центры финансирования устойчивого развития.

На сегодняшний день именно такой перечень участников заложен в Требованиях к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации, однако оценка его полноты и достаточности является в значительной степени нетривиальной задачей

по следующим причинам:

1) на сегодняшний день затруднительно однозначно разграничить то, в каких именно аспектах правового регулирования рынка ценных бумаг в целях устойчивого развития должны преобладать гражданско-правовые или публично-правовые начала. Частно-правовой или публично-правовой метод регулирования [76].

2) следует ли при констатации преобладания потребности в частно-правовом урегулировании таких общественных отношений подвергать их какой-либо значительной регламентации? Устанавливать дополнительные пределы свободы договора.

Разрешение указанных вопросов также является элементом той комплексной задачи, которая стоит перед юридической доктриной и законотворческой практикой, а также практикой правоприменения.

Между тем в рамках заложенных ранее идей расширительного понимания Сектора устойчивого развития мы заключаем, что уже упомянутые группы субъектов не являются единственными, напротив, в рамках гражданского оборота они носят весьма вторичный, производный характер, несмотря на то, что от них напрямую зависит возникновение ценных бумаг Сектора устойчивого развития как объекта гражданских прав.

Вместе с тем ключевую роль в данном отношении всё же играют иные субъекты — инвесторы (в том числе институциональные инвесторы) и получатели инвестиций (эмитенты). Именно они являются контрагентами по сделкам с ценными бумагами, и именно от них зависит сам факт возникновения того или иного финансового инструмента, пускай и в заранее определенных публично-правовых рамках. От осуществляемых ими корпоративных и иных юридически значимых действий, достигаемых финансовых и иных результатов (показателей), порядка осуществления ими предпринимательской или иной приносящей доход деятельности зависит дальнейшее развитие Сектора устойчивого развития.

Однако контрагенты по сделкам, влекущим возникновение права

собственности на ценные бумаги Сектора устойчивого развития, не являются единственными субъектами в поле договорных отношений, и в особенности дополнительно следует выделить:

- иных профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- организаторов торговли;
- провайдеров ESG-рейтингов.

*Иные профессиональные участники.* Указанная классификация во многом обусловлена тем, что перед нами не ставится задачи всеобъемлюще раскрыть роль каждого профессионального участника рынка ценных бумаг в разрезе Сектора устойчивого развития. В первую очередь, это связано с тем, что специфика деятельности таких «иных» профессиональных участников рынка ценных бумаг в обозначенных границах незначительно разнится от обычно сопровождаемых (осуществляемых) ими сделок (операций) с ценными бумагами. Так, например, лица, осуществляющие депозитарную деятельность, вид которой закрепляется в статье 7 Закона о рынке ценных бумаг, и которые «оказывают услуги по учету и переходу прав на бездокументарные ценные бумаги и обездвиженные документарные ценные бумаги, а также по хранению обездвиженных документарных ценных бумаг при условии оказания услуг по учету и переходу прав на них, и в случаях, предусмотренных федеральными законами, по учету цифровых прав» не имеют дифференцированной специфики работы с ценными бумагами Сектора устойчивого развития, как и деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, предусмотренная статьей 8 Закона о рынке ценных бумаг. Между тем говорить о полной бесперспективности имплементации сопряженных с их деятельностью альтернативных правовых механизмов, устанавливающих особое регулирование их деятельности по отношению к ценным бумагам Сектора устойчивого развития, нельзя, так как споры об обособленном учете отдельных видов, категорий (типов) ценных бумаг действительно порой ведутся, хотя пока и не затрагивали именно ценные бумаги Сектора устойчивого развития [162]. В сущности, даже выделение сектора

устойчивого развития на Московской Бирже является обособлением совокупности ценных бумаг по отдельному признаку — «отчеркивающей линии», которая проведена за пределами учетной инфраструктуры. Также нельзя, в свете рассмотренной ранее классификации ценных бумаг, говорить о «безотносимости» к Сектору устойчивого развития субъектов, осуществляющих брокерскую, дилерскую деятельность или же деятельность по управлению ценными бумагами, деятельность по инвестиционному консультированию или же деятельность такого специфического субъекта, свойственного правопорядку Китая, как *Спонсор*.

**П р и м е ч а н и е** – Спонсором именуется специфический вид китайского профессионального участника рынка ценных бумаг, основная роль которого заключается в сопровождении процедуры выпуска (эмиссии) ценных бумаг (подготовка документации, направление в регистрирующие органы, взаимодействие с ними), а также процедуры допуска ценных бумаг к организованным торгам (листинга). Спонсорский режим представляет собой институциональную правовую структуру, направленную на улучшение системы выпуска ценных бумаг, развивающуюся в китайской правовой системе с 2004 года под надзором Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая (CSRS) [169].

В Секторе устойчивого развития совершенно особенное место в будущем может занять также андеррайтинг по двум наиболее укоренившимся в мировой практике моделям: *Firm commitment* («Твердое обязательство») и *Best efforts* («Максимальные усилия») [73]. В первом случае андеррайтер на основании договора, заключенного с эмитентом ценных бумаг, принимает на себя обязательства по приобретению всех размещаемых ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска) с целью дальнейшей перепродажи (на организованных торгах). Во втором случае, как следует из названия модели, андеррайтер принимает на себя обязательства по реализации максимально возможного числа ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска), однако не принимает на себя обязательств по полному их выкупу, тем самым значительно снижая уровень риска по такой сделке [59].

Высокая оценка перспектив андеррайтинга относительно размещения ценных бумаг Сектора устойчивого развития во многом сопряжена

с известными проблемами данной сферы, а именно сравнительно невысокой ликвидностью, низкой доходностью и недостаточной прозрачностью этих финансовых инструментов. Получатели инвестиций (эмитенты) не стремятся выходить на рассматриваемый рынок в силу того, что, оценивая соотношение трудозатрат, которые для этого необходимо применить, и вероятность получения достаточного объема финансирования, видят неблагоприятный прогноз. В то же время работа с андеррайтерами по модели Firm commitment («Твердое обязательство») могла бы поспособствовать нивелированию таких рисков организаций, привлекающих инвестиции, в особенности субъектов среднего предпринимательства, которые уже могут обладать полноценной возможностью выхода на рынок ценных бумаг [49]. В этом случае те же самые риски приняли бы на себя андеррайтеры, что может потребовать дополнительной оценки рисков финансовой стабильности и экономического обоснования, однако всегда будет обуславливаться (по большей мере) их собственными решениями по совершению тех или иных сделок [56].

*Организаторы торговли.* В некотором смысле значительно более дискуссионным выступает обособление организаторов торговли от иных профессиональных участников рынка ценных бумаг в границах изучаемого вопроса (их правовой статус раскрывается в Федеральном законе от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах» [19]). Однако такой подход имеет под собой не только практическое, но и сугубо легальное обоснование.

Так, пунктом 2 статьи 20.1 Закона о рынке ценных бумаг биржам предоставлено право осуществлять регистрацию выпусков (дополнительных выпусков) облигаций при соблюдении установленных данным пунктом условий. Притом, несмотря на необходимость соблюдения общих требований по эмиссии облигаций (в том числе биржевых), установленных Стандартами эмиссии ценных бумаг, регистрация программы биржевых облигаций, выпуска (дополнительного выпуска) биржевых облигаций и их листинг осуществляется на основании гражданско-правового договора, заключенного между биржей и эмитентом. Например, статьей 11.2 Правил листинга

ПАО Московская Биржа [195] установлены особенности регистрации биржевых облигаций и присвоения их выпускам регистрационных номеров. Установлены особенности включения в Список биржевых облигаций.

Из этого следует, что на сегодняшний день биржи, как организаторы торговли на рынке ценных бумаг, обладают значительной автономией в вопросах допуска финансовых инструментов к размещению и обращению на финансовом рынке, что, как представляется, делает их одним из ключевых субъектов Сектора устойчивого развития в рамках отечественного правопорядка. Так, например, согласно Сведениям из реестра эмиссионных ценных бумаг Банка России, Московский Биржей был зарегистрирован выпуск облигаций Государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ» № 4B02-02–00004-T-002P, выпуск облигаций Акционерного общества «Банк ДОМ.РФ» № 4B02-01–02312-B-001P, и т. д.

В то же время особый интерес вызывает оценка допустимой степени самостоятельности такого рода регистрирующих организаций. Являясь профессиональным участником рынка ценных бумаг, организаторы торговли (особенно биржи) уже обладают штатом высококвалифицированных специалистов и, что немаловажно, осуществляют именно предпринимательскую деятельность, тем самым стимулируя конкуренцию, стремясь повысить качество услуг, предоставляемых инвесторам и получателям инвестиций [55]. Такой подход позволяет значительно снизить издержки организаций, стремящихся выйти на рынок ценных бумаг, особенно Сектор устойчивого развития, включающий в себя значительно более сложные правовые конструкции финансовых инструментов. К тому же действующее законодательство (пункт 3 статьи 5 Федерального закона от 21.11.2011 «Об организованных торгах») не накладывает на организаторов торговли ограничений в части осуществления деятельности по поддержке эмитентов в допуске финансовых инструментов в Сектор устойчивого развития, а это значит, что организация осуществления такого рода деятельности зиждется исключительно на оценке её доходности и

целесообразности, наличии у контрагентов потребности в оказании услуг такого рода.

Также стоит дополнительно отметить, что (помимо лицензии биржи как организатора торгов) на сегодняшний день существует и второй тип лицензии — лицензия торговой системы, которая предоставляет меньший объем прав по совершению действий и оказанию услуг на рынке ценных бумаг. В частности, пунктом 3 статьи 12 Федерального закона от 21.11.2011 «Об организованных торгах» установлено, что торговая система не идентична в своих полномочиях бирже. Так, она не вправе совмещать свою деятельность с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью, а также деятельностью по управлению ценными бумагами. В этом свете такой субъект в рамках Сектора устойчивого развития на сегодняшний день воспринимается куда менее перспективным, так как правами по регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг он, в отличие от биржи, также не наделен и не обладает для этого достаточными предпосылками. Кроме того, согласно Реестру лицензий бирж и торговых систем Банка России, такая торговая система была лишь одна — Акционерное общество «Центральная торговая система», чей суммарный объем заключенных договоров во всех Отделениях торгов, согласно Отчету о стоимостном объеме договоров с торгуемыми инструментами, за апрель 2024 года [191] составил всего 105,9 млн рублей, и при этом на ней не могут осуществляться торги ценными бумагами. Она просуществовала с 21.12.2021 по 01.11.2024, после чего её лицензия была прекращена. На сегодняшний день ни одного организатора торговли с видом лицензии «торговая система» в Российской Федерации не представлено. Притом организатор торговли такого рода в перспективе может быть оценен с точки зрения воздействующего эффекта на достижения целей устойчивого развития, но лишь в границах иных рынков (например, товарных), что выходит за пределы настоящего исследования.

*Центральный депозитарий (НКО АО НРД).* Роль центрального депозитария на рынке ценных бумаг определяется Законом о рынке ценных

бумаг и Федеральным законом от 07.12.2011 № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» [14] (далее — Закон № 414-ФЗ), согласно которым он представляет собой профессионального участника рынка ценных бумаг, осуществляющего депозитарную деятельность (оказывающего услуги по учету и переходу прав на бездокументарные ценные бумаги и обездвиженные документарные ценные бумаги, а также по хранению обездвиженных документарных ценных бумаг), который является небанковской кредитной организацией и которому присвоен статус центрального депозитария в соответствии с Законом № 414-ФЗ.

Более того, пунктом 1 статьи 20 Закона о рынке ценных бумаг, в случаях, установленных законом, центральному депозитарию предоставлено право регистрации выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг. Для осуществления такой регистрации должны быть соблюдены требования, практически аналогичные тем, которые предъявляются для их регистрации биржей, а также, как и биржа, центральный депозитарий вправе устанавливать дополнительные требования к коммерческим облигациям и (или) их эмитентам.

Так, по состоянию на 1 марта 2024 года, согласно статистике по коммерческим облигациям [178], в общей сложности центральным депозитарием было зарегистрировано 365 выпусков 136 разных эмитентов, а также было зарегистрировано 72 программы облигаций, тем не менее, на сегодняшний день в обращении не представлены выпуски облигаций Сектора устойчивого развития, зарегистрированные центральным депозитарием, хотя такая возможность законом не ограничена. Более того, последними валидными отчетными данными (в рамках Годового отчета НКО АО НРД) являются данные за 2024 год, промежуточные данные за 2025 год и начало 2026 года не раскрывались (по состоянию на 01.03.2026).

*Провайдеры ESG-рейтингов.* В рамках данного исследования не единожды подчеркивалась чрезвычайная важность достоверности, полноты и качества раскрываемой организациями информации о своей деятельности.

Важность раскрытия информации подчеркивается в Законе об акционерных обществах, Законе о рынке ценных бумаг. Для рынка эмиссионных ценных бумаг, особенно в его «публичной» части, ключевое значение играет, например, Положение Банка России от 27.03.2020 № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», которое регламентирует публикацию сведений о существенных фактах организациями, обязанными раскрывать информация в соответствии со статьей 30 Закона о рынке ценных бумаг. Оно содержит требования и форму проспекта ценных бумаг, содержащего в себе всю полноту информации о деятельности общества, в отношении которого он регистрируется, в том числе финансовую отчетность за три года или за весь период существования общества, составляемую в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности или бухгалтерской отчетности в установленных законом случаях.

Однако, как уже было отмечено ранее при формулировании определения *ESG-рейтинга*, он является профессиональным мнением о количественных и качественных характеристиках деятельности рейтингуемого лица (лиц) в области устойчивого развития, так или иначе включающее сопоставимую оценку экологического, социального и управленческого компонентов, и относится к рейтингуемому лицу (лицам) или финансовому инструменту.

Во-первых, это демонстрирует, что информация, лежащая в основу присвоения организации ESG-рейтинга, носит иной характер, отличный от привычной инвесторам отчетности о деятельности юридического лица.

Во-вторых, указанный аспект инициирует рассмотрение вопроса о том, кто именно, каким образом и на каком основании вправе присваивать такие ESG-рейтинги — вопрос субъектного состава правоотношений, складывающихся в связи с присвоением таких рейтингов.

Так, в информационном письме Банка России от 24.05.2023 № ИН-02-28/38 «О рекомендациях по предоставлению (раскрытию) финансовыми организациями информации клиентам о финансовых продуктах

устойчивого развития» содержится определение Провайдеров ESG-рейтингов. В частности, под таковыми понимаются компании, которые специализируются на агрегировании ESG-данных и формировании ESG-рейтингов (оценок в области устойчивого развития) и предоставляют услуги и (или) доступ к ESG-данным заинтересованным сторонам. В части отнесения той или иной информации к категории ESG-данных при этом можно руководствоваться позицией, сформулированной Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) [212], которая была поддержана и в информационном письме Банка России от 30.06.2023 № ИН-02-05/46 «О рекомендациях по разработке методологии и присвоению ESG-рейтингов (рейтингов устойчивого развития)» и тем самым имплементирована в российскую правовую среду. Согласно этой позиции, под ESG-данными следует понимать «широкий перечень данных, которые предлагаются для оценки ESG в целом или отдельных факторов в отношении организации, финансового инструмента, продукта, ESG-профиля, или характеристик компании, или подверженности ESG-рискам (климатическим или окружающей среды), или влияния на общество и окружающую среду вне зависимости от того, называют ли их ESG-данными поставщики услуг».

Из упомянутых материалов следует, что среди субъектов на рынке ESG-рейтингов, в пределах российского правопорядка, можно выделить:

- кредитные рейтинговые агентства, как основных участников ESG-рынка;
- прочих лиц, не относящихся к кредитным рейтинговым агентствам, которые также оказывают услуги по оценке устойчивого развития;
- финансовые организации, непублично оценивающие клиентов;
- рейтингуемые лица, которым необходимо понимать критерии их оценки и перспективы улучшения деятельности.

**П р и м е ч а н и е** – Понятие «Рейтингуемые лица» в границах этой системы в некотором смысле перекликается с понятием «Инициаторы инструмента финансирования устойчивого развития или проекта устойчивого развития», охарактеризованными ранее. Вместе с тем следует обратить особое внимание на то, что, хотя это и может быть один и

тот же субъект общественных отношений, это также в равной степени могут быть и совершенно разные субъекты. То есть каждый из названных статусов лицо обретает (либо не обретает) лишь в пределах конкретных правоотношений. В процессе допуска финансовых инструментов устойчивого развития на рынок ценных бумаг оно выполняет одну роль, а в отношениях, возникающих из договора с провайдером ESG-рейтинга — другую.

Вместе с тем необходимо акцентировать внимание и на том, что присвоение рейтингов в ходе взаимодействия между этими субъектами хотя сущностно и должно осуществляться в границах заявленных и опубликованных методик (а с точки зрения верифицируемости, как уже отмечалось, такие методики должны быть в большей степени однородны и соответствовать мировой практике присвоения рейтингов), принципиально важным аспектом является доступность и полнота той информации, на основании которой присваивается ESG-рейтинг. Зачастую в отечественной и мировой практике регуляторы и институты развития рекомендуют лицам, оказывающим услуги по присвоению рейтингов, разрабатывать и публиковать методологию в открытом доступе (включая терминологию и оценку элементов каждой компоненты), которая должна представлять собой внутренний стандарт, обеспечивающий осуществление рейтинговых действий на должном уровне качества. Более того, указанную методологию рекомендуется пересматривать на регулярной (ежегодной) основе, при выявлении в ней недостатков.

В свою очередь, под верифицируемостью сведений, лежащих в основу оценки, и соотносимостью ESG-данных зачастую понимается проведение оценки на основе общедоступной информации, использовании данных опросов или третьих лиц. Так, например, согласно Методике присвоения ESG-рейтингов компаниям и финансовым институтам Рейтингового агентства RAEX («РАЭК-Аналитика») [186], присваиваемые рейтинги бывают двух типов — незапрошенные и запрошенные.

В первом случае агентством при присвоении ESG-рейтингов используются только публичные доступные данные, к которым относятся:

- публичная нефинансовая отчетность компании;
- публичная финансовая отчетность компании;
- материалы сайта компании;
- СМИ и социальные сети.

В то же время для присвоения запрошенного рейтинга провайдер ESG-рейтинга использует как открытые источники информации, так и иную дополнительную информацию, полученную от контрагента-заказчика, которому присваивается рейтинг.

В связи с этим в рамках данной процедуры усматривается сразу несколько юридических и методических проблем, сопряженных с неравноценностью статусов запрошенных и незапрошенных ESG-рейтингов, а также соотносимостью ESG-данных, которые представляются провайдерам, оказывающим услуги по рейтингованию организаций на основании гражданско-правового договора.

Видится, что и в первом, и во втором случае присваивается во многом равнозначный рейтинг, с некоторыми оговорками об объеме информации, на основании которой он присвоен (то есть на основании которой сформировано мнение). Между тем такой подход может вводить в заблуждение инвесторов, которые не обладают достаточной квалификацией в вопросе идентификации информации, положенной в основу ESG-рейтинга. В то же время, как следует из рассмотренных информационных писем и формирующейся доктрины устойчивого развития, одним из основных принципов такой деятельности должна являться открытость и верифицируемость, то есть способность третьих лиц самостоятельно убедиться в достоверности тех сведений, на основании которых представлено мнение относительно организации или финансового инструмента, облачаемое в рейтинг. Повторяя изложенный ранее тезис, именно в этой части возможно говорить о публичных интересах, интересах неопределенного круга лиц (первый параграф первой главы).

Требования относительно раскрытия информации в рамках

существующих правовых конструкций обладают не частно-правовой, а публично-правовой природой. В мировой практике редки случаи, при которых контрагент в качестве обязательства по сделке налагает на себя обязанность по раскрытию информации в отношении неограниченного круга лиц сверх того объема, который установлен законом [165]. Такие конструкции существуют преимущественно в смешанном поле частно-правового и публично-правового характера, например, в случае с проспектом ценных бумаг, когда организация добровольно принимает решение о его утверждении, направлении на регистрацию и опубликовании. Вместе с тем такая организация вынуждена соблюдать все публично-правовые требования и условия. В то же время правопорядок проспекта ограничен рынком эмиссионных ценных бумаг, а потому альтернативные основания добровольного принятия на себя обязательств по такому раскрытию информации организациями, привлекающими инвестиции на альтернативных рынках ценных бумаг, видится необходимым прорабатывать в системной взаимосвязи с особенностями инфраструктуры исследуемого рынка.

**П р и м е ч а н и е** – Момент опубликования проспекта может различаться от конкретного рассматриваемого правопорядка. Например, в Китае проспект ценных бумаг (проспект эмиссии) раскрывается (публикуется) сразу после утверждения уполномоченным органом эмитента и до его направления на регистрацию в регистрирующий орган.

В частности, некая диспозитивная конструкция могла бы стать основной для гармонизации деятельности, осуществляемой провайдерами ESG-рейтингов и прочими субъектами.

Если обратиться к упомянутой Методике присвоения ESG-рейтингов RAEX или, например, к Методологии присвоения рейтингов ESG Рейтингового агентства «Эксперт РА» [188], становится очевидным, что структура анализа, методы расчета баллов и прочие показатели носят условный характер, о чем во всей сопроводительной документации непременно сообщается, а поставщик ESG-рейтинга тем самым снимает с себя всякую ответственность за качество и достоверность сформированного

«мнения» [54].

В то время, как кредитные рейтинги основываются на куда более объективных, финансово-экономических показателях [120], расчет компонентов «E», «S» и «G», а также консолидированного ESG-рейтинга в сущности основывается на слабо поддающихся объективному измерению и прогнозированию категориях, в отношении которых зачастую затруднительно предопределять четкие критерии [54]. Исходя из описанной конъюнктуры общественных отношений следует резюмировать и то, что правовому статусу ESG-рейтинга как результату деятельности специфического субъекта (и деятельности такого субъекта в целом) во многом свойственны те же проблемы, что и кредитным рейтингам и, соответственно, кредитным рейтинговым агентствам.

Аналогичные вопросы правового регулирования ESG-рейтингования поднимаются, в том числе, зарубежными авторами, которые также подчеркивают наличие перечисленных проблем разграничения частно-правового и публично-правового регулирования деятельности субъектов устойчивого развития [166], разграничения единого рейтинга ESG и его компонентов в качестве самостоятельно присваиваемых оценочных единиц [156] и иные [161].

Между тем совокупная субстантивность ESG-рейтинга, присваиваемого такими организациями, визуализирована на основании всего вышесказанного на рисунке 3.

ESG-рейтинг и его компоненты:	Компонент «Е»
	Компонент «S»
	Компонент «G»
По основанию присвоения ESG-рейтинга:	Запрошенный
	Незапрошенный
Присвоенный в отношении:	Организации
	Финансового инструмента / продукта
	ESG-профиля
По присвоившему субъекту:	Кредитные рейтинговые агентства
	Лица, не являющиеся кредитными рейтинговыми агентствами, но оказывающие услуги по оценке устойчивого развития
	Финансовые организации, непублично оценивающие субъектов
По раскрытию рейтинга:	Публикуемый (обнародуемый)
	Непубликуемый (ознакомительный)

Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – ESG-рейтинг по методике и практике российских провайдеров ESG-рейтингов

Однако предлагаемые на данном этапе способы решения инфраструктурных проблем рынка ценных бумаг устойчивого развития видятся либо бессистемными (множественность методических и методологических подходов к метрикам устойчивого развития, ESG-рейтингованию, роли субъектов), либо игнорирующими рыночную природу изучаемых общественных отношений (установление публично-правового контроля за деятельностью субъектов инфраструктуры Сектора устойчивого развития).

В связи с этим оптимальным решением представляется комбинированный подход, в основе которого лежало бы непосредственное участие государства (например, через государственные органы, Банк России или профильные институты развития) при сохранении равенства субъектов. В этом контексте следует оценить перспективность учреждения новой ассоциации (союза) провайдеров ESG-рейтингов либо пересмотра роли и усиления позиций Ассоциации составителей рейтингов, рэнкингов и иных

оценок эффективности (АСР), зарегистрированной 27 марта 2015 года (ИНН 7706419131). В качестве учредителей тогда выступили Рейтинговое агентство АК&М, Национальное рейтинговое агентство, Рейтинговое агентство РАЕХ («Эксперт РА»), Всероссийский центр изучения общественного мнения и агентство «Репутация».

Как следует из Устава АСР (Редакция № 2) [204], её основными целями являются в том числе:

«содействие формированию и комплексному развитию национальной системы независимой рейтинговой оценки, оценки качества, эффективности и надежности деятельности организаций различных форм собственности, осуществляющих деятельность на территории Российской Федерации путем формирования соответствующих рейтингов, рэнкингов и иных оценок эффективности;

повышение доверия к профессиональным рейтингам, рэнкингам и иным оценкам эффективности организаций путем создания транспарентной (прозрачной) системы оценки и формирования рейтингов, рэнкингов и иных оценок эффективности».

Между тем, согласно информации, представленной на официальном сайте АСР в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет», на сегодняшний день участниками АСР являются лишь Рейтинговое агентство АК&М, Рейтинговое агентство РАЕХ («Эксперт РА») и Всероссийский центр изучения общественного мнения. Согласно Реестру кредитных рейтинговых агентств Банка России, помимо перечисленных рейтинговых агентств в Российской Федерации действуют также Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА), общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» и общество с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство», уровень членства в обозначенной ассоциации составляет менее половины от действующих на рынке организаций. С учетом этого фактора достижение заявленных АСР целей при нынешней конъюнктуре участников

представляется фактически невозможным.

В связи с этим наиболее рациональным вариантом видится создание новой некоммерческой организации в форме ассоциации (союза), а в случае, если инициатором данного процесса станет государство, вероятность участия в ассоциации (союзе) большинства рейтинговых агентств, осуществляющих деятельность в Российской Федерации, оценивается нами достаточно высоко.

Ориентирами, которыми следует руководствоваться при развитии такой формы сотрудничества между рейтинговыми агентствами, могут быть обозначены Ассоциация кредитных рейтинговых агентств Азии (Association of Credit Rating Agencies in Asia, далее — ACRAA) и Ассоциация национальных нумерующих агентств (Association of National Numbering Agencies, далее — ANNA), несмотря на то, что последняя объединяет именно нумерующие агентства, а не рейтинговые.

Так, в настоящее время ACRAA, созданная в 2001 году при поддержке Азиатского банка Развития и Ассоциации банкиров Азии, уже насчитывает порядка 27 членов из 16 стран (в том числе Китая, Таиланда, Филиппин, Индии, Японии, Турции, Вьетнама, Монголии и других), развивая и поддерживая сотрудничество между азиатскими рейтинговыми агентствами и способствуя внедрению единых стандартов, обеспечивающих высокое качество и сопоставимость кредитных рейтингов во всем регионе. В рамках организации образовано и действуют пять комитетов: по связям с общественностью; членский комитет; комитет «новые горизонты», комитет по регулированию и комитет по исследованиям и специальным разработкам. В апреле 2011 года ACRAA выпустила Кодекс поведения для национальных рейтинговых агентств (Code of conduct fundamentals for domestic credit rating agencies) [211], а в 2020 году обновила Руководство по кредитному рейтингу Азии (Asia Credit Rating Guidebook) [205].

Тем самым ACRAA являет собой значимый пример организации взаимодействия между кредитными рейтинговыми агентствами на уровне

целого азиатского региона, который может быть масштабирован как в большую, так и в меньшую сторону (на национальный уровень).

В то же время примером положительного масштабирования схожей по своей сути ассоциации является ANNA, играющая ключевую роль в развитии глобального финансового рынка и его стандартизации. В частности она уполномочена международной организацией по стандартизации (International Organization for Standardization, далее – ISO) на поддержание и развитие международных стандартов ISO 6166 (нумерация и идентификация финансовых инструментов по коду ISIN) [218] и ISO 10962 (классификация финансовых инструментов по коду CFI) [217].

По состоянию на 20 июня 2025 года в ANNA входило 115 участников, обладающих статусом полноправных членов, и 7 участников, имеющих статус партнеров ANNA.

Рассмотренные примеры создания ассоциаций (союзов) свидетельствуют о высоком потенциале развития такой формы взаимодействия между участниками финансового рынка, в том числе между представителями органов государственной власти, рейтинговыми агентствами и другими провайдерами ESG-рейтингов. Также возможна разработка подхода, в рамках которого создаваемая ассоциация (союз) может включать различные уровни членства, формируя тем самым предпосылки для участия в ней иных профессиональных участников рынка ценных бумаг. Положительной чертой такой формы взаимодействия выступает сохранение рыночной модели, перспектива стандартизации финансового рынка в целом и Сектора устойчивого развития в частности, на консенсуальных условиях, удовлетворяющих интересы большинства участников финансового рынка.

В свою очередь, наличие национального и международного опыта по созданию схожих по своей роли ассоциаций (союзов) формирует основу для создания и функционирования новой организации, нацеленной, в том числе, (или исключительно) на развитие инфраструктуры Сектора устойчивого развития частно-правовыми средствами.

**Таким образом,** резюмируя основные вопросы, рассмотренные в рамках настоящего параграфа, следует отметить, что существенную роль играет определение границ частного-правового регулирования отношений, складывающихся между субъектами в ходе организации допуска ценных бумаг Сектора устойчивого развития на финансовый рынок, присвоения им и (или) обязанным по ним организациям ESG-рейтингов и допуска таких ценных бумаг к организованным торгам и отчуждения ценных бумаг первым владельцам (либо их отчуждения на вторичном рынке).

Делается вывод о том, что все вышеперечисленные действия (операции) должны сохранять вектор развития в плоскости диспозитивного взаимодействия, в условиях равенства контрагентов и при осуществлении биржами, провайдерами ESG-рейтингов и иными профессиональными участниками рынка ценных бумаг предпринимательской деятельности, в условиях конкуренции, стимулирующей рост качества оказания сопутствующих услуг.

В свою очередь разработанные предложения в части создания некоммерческой организации в форме ассоциации (союза) позволили бы в значительной степени нивелировать существующие методические и правовые проблемы по солидаризации подходов провайдеров ESG-рейтингов через их участие в таком объединении при сохранении ведущей роли государства в определении политики развития инструментов устойчивого развития.

Дополнительно на рисунке 4 представлена структура участников общественных отношений на рынке ценных бумаг устойчивого развития.



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Участники общественных отношений на рынке ценных бумаг устойчивого развития Российской Федерации

Подводя итоги поставленных перед нами в рамках данной главы вопросов следует, помимо прочего, также отметить растущий интерес общества, инвесторов и государства к продвижению не просто конкретных практик устойчивого развития, но нацеленность на реальное достижение целей, лежащих в их основе. В большинстве представленных в современном мире правопорядков вопросы устойчивого развития уже заняли своё место, образуя множество вариантов, путей развития и перспектив. Несмотря на все проблемы, возникающие в теории и на практике, мировое научное сообщество и органы государственной власти продолжают предпринимать попытки по

разработке эффективных правовых средств, юридических и экономических решений, нацеленных на обеспечение долгосрочной стабильности [77].

Так, в целях внесения своего вклада в данный процесс, в рамках настоящей главы был сформулирован единый понятийный аппарат и выявлены ключевые особенности правового регулирования рынка ценных бумаг для достижения целей устойчивого развития.

Был проведен анализ соотношения целей устойчивого развития с правовым регулированием эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) ценных бумаг, а также разработан методический материал по их сопоставлению с целями устойчивого развития, для достижения которых указанные ценные бумаги могут быть использованы наиболее эффективным образом.

Проведен анализ состава участников общественных отношений в сфере эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) ценных бумаг и их обращения, выявлены основные проблемы. Разработаны предложения по включению в инфраструктуру Сектора устойчивого развития некоммерческой организации в форме ассоциации (союза), объединяющей ключевые субъекты рынка ценных бумаг устойчивого развития, создавая тем самым основу для гармонизации методик присвоения ESG-рейтингов и иных аспектов, нуждающихся в системной стандартизации на консенсуальной основе. Рассмотрены отдельные особенности правовой регламентации её деятельности.

## Глава 2

### **Правовое регулирование эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) ценных бумаг, способствующих достижению целей устойчивого развития Российской Федерации, а также их обращения**

#### **2.1 Особенности правового регулирования эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) долевых ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития**

Правовое регулирование рынка ценных бумаг большинства правопорядков включает в себя формальное определение процесса формирования этого рынка, а именно, особенности образования (возникновения) этих самых ценных бумаг в качестве объектов гражданских прав, которыми они являются, например, по смыслу статьи 128 ГК РФ. В указанной норме права проявляется и одна из дихотомических сущностей ценных бумаг, заключающаяся в их разграничении на документарные и бездокументарные ценные бумаги: общеизвестно, что первые из указанных относятся к вещам, в то время как бездокументарные ценные бумаги представляют собой имущественные права.

В современной теории и на практике разграничение ценных бумаг, на вещи и имущественные права начинает приобретать обратную тенденцию, от тенденции облачения обязательства в вещь, которая последовательно изучалась отечественными учеными-правоведами, начиная с дореволюционного периода — К.П. Победоносцевым [92] и Е.А. Нефедьевым [88], и до наших дней, к примеру профессором А.В. Габовым [78], и имеет под собой весьма условные сущностные правовые последствия, помимо номинальных, проистекающих из правовой традиции

и основанных на том, что вещами именуются предметы материального мира, представляющие определенную ценность.

Формирование однообразного подхода к документарным и бездокументарным ценным бумагам началось ещё в середине XX века [78], тем не менее с развитием информационных технологий данная тенденция начала приобретать новые сущностные характеристики, что представляется вполне закономерным последствием цифровизации и постепенного перехода с бумажных носителей информации, которые воплощают документарные ценные бумаги в качестве вещей. Так, из пункта 1 статьи 142 ГК РФ следует, что ценными бумагами являются либо документы, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов, либо ими признаются обязательственные и иные права сами по себе, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав в соответствии со статьей 149 ГК РФ. И в первом; и во втором случае основную «ценность» формируют именно обязательственные и иные права, но никак не сам материальный носитель, именуемый «документарной ценной бумагой».

Описанные характеристики имеют особое значение именно в разрезе изучения долевых ценных бумаг в контексте достижения с их помощью устойчивого развития, в связи с тем, что все они (по своей правовой сути) не формируют какой бы то ни было «задолженности» в отличие от достаточно понятных по своим правовой и экономической функциям долговых ценных бумаг. Они предоставляют куда более специфичный объем прав, проистекающих из участия в юридическом лице (корпоративные права) или имущественном комплексе, не образующем юридического лица, на котором и основывается перспектива структурирования прав по ценным бумагам, способствующим достижению целей устойчивого развития. Специфика же

вопроса эмиссии, а равно возникновения права собственности на долевые ценные бумаги, ещё более глубинна, так как аккумулирует в себе не только вопросы формирования содержания прав, предоставляемых такими ценными бумагами, но и отдельные процедурные моменты их возникновения как объектов гражданских прав.

В связи с этим объем прав, предоставляемых такими ценными бумагами, не должен и не может зависеть от их формы (документарные, бездокументарные). Эти ценные бумаги, при условии принадлежности к одной и той же категории (типу) в рамках его выпуска (дополнительного выпуска), предоставляют своим держателям равные права, что и следует из содержания Закона о рынке ценных бумаг. Так, соответствующая разница в форме, на первый взгляд, преимущественно имеет значение в разрезе публично-правового регулирования, как «обеспечения способа учета прав на ценные бумаги реестродержателями (или операторами информационных систем, на которых осуществляется выпуск цифровых финансовых активов» [15], при выявлении отдельной их взаимосвязи с ценными бумагами). При поверхностном анализе роль частно-правовых конструкций в данном случае сводится к установлению в достаточной степени типовых отношений между контрагентами – эмитентами ценных бумаг, регистрирующими организациями, реестродержателями, депозитариями, инвестиционными платформами, инвесторами и другими участниками рынка ценных бумаг. В рамках российского правопорядка смешение формы выпуска долевых ценных бумаг не допускается, за исключением тех случаев, когда они были выпущены ранее в документарной форме и остаются обездвиженными на текущий момент, что; согласно действующей редакции Закона о рынке ценных бумаг, приравнивает их к бездокументарным.

**П р и м е ч а н и е** – под обездвижением в данном контексте следует понимать передачу документарных ценных бумаг на хранение лицу, которое в соответствии с законом вправе осуществлять хранение документарных ценных бумаг и (или) учет прав на ценные бумаги в соответствии со статьей 148.1 ГК РФ и статьей 7 Закона о рынке ценных бумаг.

Так, эмиссия документарных акций в России не осуществляется с 1 января 2020 года в связи с вступлением в силу Закона № 514-ФЗ, а права, удостоверяемые инвестиционными паями, фиксируются в бездокументарной форме ещё с момента вступления в силу Закона № 156-ФЗ.

Ещё одним, сравнительно новым для отечественного правопорядка объектом прав, который также представляется необходимым рассмотреть в рамках поставленного вопроса, являются акции в виде цифровых финансовых активов. Так, из буквального толкования пунктов 1 и 2 статьи 13 Закона № 259-ФЗ следует, что цифровые финансовые активы, удостоверяющие права участия в капитале акционерного общества, представляют собой вид акций непубличного акционерного общества. Указанная формулировка закона соотносится с пунктом 1 статьи 96 ГК РФ, из которой следует, что акционерным обществом признается хозяйственное общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций, что является не только формальностью, но и устоявшимся доктринальным воззрением [98].

Как следует из пункта 2 статьи 142 ГК РФ и подпункта 10 пункта 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг, акции являются эмиссионными ценными бумагами. Между тем пунктом 2 статьи 1 Закона № 259-ФЗ установлено, что цифровыми финансовыми активами признаются цифровые права (их понятие дано в статье 141.1 ГК РФ), включающие, в том числе, права участия в капитале непубличного акционерного общества.

Приведенные выше нормы в своей системной взаимосвязи порождают правовую неопределенность. Так, закон устанавливает, что уставный капитал акционерного общества составляется из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами. Данное требование не имеет альтернатив, а ГК РФ и Закон о рынке ценных бумаг закрепляют понятие «акция». В то же время Закон № 259-ФЗ устанавливает, что цифровые финансовые активы (включающие в себя, в том числе, цифровые финансовые активы, удостоверяющие права участия в капитале акционерного общества) представляют собой цифровые права, то есть фактически образуют *sui generis*.

По нашему мнению, перечисленные выше особенности рассматриваемого правового регулирования являются противоречивыми, так как цифровые финансовые активы, удостоверяющие права участия в капитале акционерного общества, не соответствуют признакам бездокументарных ценных бумаг, перечисленным в абзаце втором пункта 1 статьи 142 ГК РФ. Из закона следует, что такие акции не являются ценными бумагами, на что указывается, в том числе, в ответе Банка России на обращение, приобщенном к настоящему исследованию в качестве приложения В.

Между тем такой подход поднимает новый вопрос в теории корпоративного права: возможно ли распространение на такие общества обозначения «акционерные», так как принцип формирования их уставного капитала, как видится, по своему правовому содержанию не тождественен аналогу, при которой уставный капитал составляется из акций, «являющихся ценными бумагами» [121]?

Как следует из пункта 2 статьи 3 ГК РФ, гражданское законодательство состоит из ГК РФ и принятых в соответствии с ним иных федеральных законов, регулирующих отношения, указанные в пунктах 1 и 2 статьи 2 ГК РФ. Исходя из этого, видится, что закон неизбежно допускает необоснованный регуляторный арбитраж, в рамках которого цифровые финансовые активы, удостоверяющие права участия в капитале акционерного общества, одновременно являются как цифровыми правами, так и акциями. Из ГК РФ иного, на данный момент, не следует. Поэтому рассмотрение акций в форме цифровых финансовых активов в рамках настоящего исследования представляется столь же целесообразным, поскольку по своему правовому назначению такие цифровые финансовые активы выполняют функцию, аналогичную функции отдельного вида ценных бумаг, а законодательство Российской Федерации косвенно указывает на дихотомическую сущность такого рода «акций».

В связи с этим стоит отметить, что статья 13 Закона № 259-ФЗ однозначно устанавливает, что выпуск цифровых финансовых активов,

удостоверяющих права участия в капитале публичного акционерного общества (акции публичного акционерного общества, выпущенные в виде цифровых финансовых активов), и выпуск акций непубличного акционерного общества в виде цифровых финансовых активов при условии, что ранее была осуществлена эмиссия акций данного общества не в виде цифровых финансовых активов, запрещены. Поэтому акции в форме цифровых финансовых активов могут выпускаться лишь вновь создаваемыми непубличными акционерными обществами, выпуск акций которых изначально предполагает, что их акции размещаются и учитываются в форме цифровых финансовых активов, либо непубличными акционерными обществами, чьи акции уже представляют собой цифровые финансовые активы.

Таким образом, современный подход устанавливает зависимость объема прав по ценной бумаге от формы её выпуска, чем значительно ограничивает возможности акционерных обществ, уставный капитал которых формируется из акций, выпущенных в виде цифровых финансовых активов, хотя по своему правовому смыслу и в первом и во втором случае объект гражданских прав представляет собой «акцию». Она существует в форме цифрового финансового актива, тем не менее, фактически ограничивает акционеров в праве принять решение о внесении изменений в устав непубличного общества изменений, содержащих указание на то, что такое общество является публичным.

Одной из проистекающих из этого проблем видится невозможность таких непубличных акционерных обществ обрести публичный статус: прямой запрет на это установлен пунктом 8 статьи 12 Закона об акционерных обществах. Хотя законом напрямую и не ограничивается, например, возможность таких эмитентов составлять и регистрировать проспект ценных бумаг, а также осуществлять связанное с этим раскрытие информации. Тем не менее стоит отметить, что регистрация проспекта ценных бумаг в итоге не тождественна обретению обществом публичного статуса и не предоставляет обществу права размещать свои акции публично, по

открытой подписке. Так, ключевыми в данном контексте видятся следующие особенности.

определение способа размещения ценных бумаг в форме (виде) цифровых финансовых активов как «только по закрытой подписке»:

устоявшееся представление о том, что размещение акций на инвестиционной платформе (а именно на ней размещаются акции в виде цифровых финансовых активов, если это позволяют делать правила операторов информационных систем) является размещением по закрытой подписке, так как круг возможных приобретателей ограничивается участниками (клиентами) инвестиционной платформы.

Примечание – как следует из ответа Банка России на обращение от 09.12.2024, приобщенного к настоящему исследованию в качестве приложения В, по состоянию на 27.12.2024 отсутствуют операторы информационных систем, в которых осуществляется выпуск ЦФА, правила которых предусматривают возможность выпуска указанных ЦФА. Сведения о фактах предоставления такого права операторам после обозначенной даты не выявлены.

Впрочем, указанные обстоятельства не меняют того факта, что соответствующее регулирование законодательством Российской Федерации установлено.

Тем не менее приверженность указанному подходу может приводить к тому, что для ценных бумаг в форме цифровых финансовых активов формально не может быть реализована модель «публичного» размещения, так как в определение столь обширного круга лиц всегда будет сопряжено с теми или иными регистрационными или верификационными процедурами.

В то же время из закона фактически следует, что правовая природа ценных бумаг и цифровых финансовых активов не тождественна.

Государственная регистрация выпусков акций (согласно статье 20 Закона о рынке ценных бумаг) в форме цифровых финансовых активов не осуществляется. В данном случае регистрация осуществляется только регистрирующей организацией в рамках статьи 20.1 указанного закона, что и специфицирует правовое регулирование эмиссии таких акций.

Таким образом, особенности возникновения права собственности на акции вступают в зависимость от их формы — бездокументарные акции или

акции в форме цифровых финансовых активов, вне зависимости от их отнесения к обыкновенным или привилегированным типам акций. В свою очередь, акции в виде цифровых финансовых активов сочетают в себе признаки как ценных бумаг, так и цифровых прав, являясь и тем и другим в силу прямого указания закона, так как из гражданского кодекса не следует, что акция может не быть ценной бумагой.

Как и в случаях с иными эмиссионными ценными бумагами, процедура эмиссии акций, если иное не устанавливается законом, включает в себя пять этапов, отраженных в таблице 4.

Таблица 4 – Этапы процедуры эмиссии, предусмотренные статьей 19 Закона о рынке ценных бумаг

№	Превалирующий характер этапа	Этап
1	Частно-правовой	Принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг
2	Частно-правовой	Утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных Законом о рынке ценных бумаг
3	Публично-правовой	Регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг
4	Частно-правовой	Размещение эмиссионных ценных бумаг
5	Публично-правовой	Государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или предоставление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг

Источник: составлено автором.

Статьями 26.1 и 27 Закона о рынке ценных бумаг также устанавливаются особенности эмиссии акций при учреждении акционерного общества и особенности эмиссии акций кредитными организациями соответственно, учитывающие специфику этих процедур.

Подробнее рассматривая ключевые этапы процедуры эмиссии, следует отметить, что каждый из них может быть охарактеризован доминирующим методом правового регулирования — диспозитивным или императивным. Так, первый и второй этапы проистекают преимущественно из отношений

гражданско-правового характера: учреждения юридического лица или принятия органами управления юридического лица корпоративного решения, которое, как считается, во многом обладает признаками сделки, хотя в полной мере сделкой не является, что впрочем имеет под собой дискуссию несколько иного рода, отличную от предмета настоящего исследования. Четвертый этап эмиссии – размещение эмиссионных ценных бумаг – по смыслу подпункта 14 пункта 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг представляет собой отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок, и именно он в полной мере иллюстрирует ключевые свойства рынка ценных бумаг, выделяемые профессором Е.А. Сухановым [179], рассмотренные ранее, и представляет собой неизбежный этап эмиссии, универсальный для любого из существующих правопорядков.

В свою очередь третий и пятый этапы эмиссии — регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрация отчета об итогах выпуска (либо направление уведомления) имеют публично-правовой характер, и именно эти этапы позволяют выполнять функцию государственного контроля за первичным рынком ценных бумаг, в том числе ценных бумаг устойчивого развития.

Этапы публично-правового характера способны обеспечивать контроль (надзор) за соблюдением критериев долевых ценных бумаг устойчивого развития и таксономии проектов, финансирование которых обеспечивается посредством выпуска (дополнительного выпуска) таких ценных бумаг. Однако сущность долевых ценных бумаг устойчивого развития формируется исключительно диспозитивно, в ходе принятия решения о размещении и утверждения решения о выпуске, то есть на первом и втором этапе эмиссии, с учетом действующих требований законодательства к соответствующим решениям.

Так, помимо Закона о рынке ценных бумаг, ключевым нормативным актом, которым следует руководствоваться при формировании сопутствующих

корпоративных решений и структурировании выпуска эмиссионных ценных бумаг, на сегодняшний день является Положение Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг», в котором содержатся как общие, так и частные требования к процедуре эмиссии ценных бумаг (не только долевого, но и долгового).

Как уже отмечалось ранее, из числа акций, представляющих наибольший интерес для целей обеспечения устойчивого развития Российской Федерации, значительно выделяются привилегированные акции непубличных обществ, обладающие куда большими возможностями при определении условий, в которых они становятся голосующими, и при которых происходит или не происходит выплата дивидендов, а также их размер, предусматриваемые в соответствии с требованиями пункта 6 статьи 32 Закона об акционерных обществах. В данном случае следует отметить, что процедура эмиссии указанных акций сама по себе не обладает дополнительной спецификой, отличной от стандартных требований, предъявляемых Законом о рынке ценных бумаг и Стандартами эмиссии ценных бумаг для процедуры эмиссии акций, за тем исключением, что номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не может превышать 25% от уставного капитала компании, что соотносится с общим подходом к защите прав инвесторов, в разработке которого участвовал в том числе профессор М.К. Треушников [66], освещавший данный вопрос в научной литературе.

**П р и м е ч а н и е** – Банком России не единожды отмечалось, что запрет на превышение объема выпуска привилегированных акций более 25% от уставного капитала акционерного общества распространяется на все случаи, при которых указанное требование нарушается либо потенциально может быть нарушено, в том числе при неполном размещении обыкновенных акций, погашении их части и во всех прочих случаях.

Между тем в контексте развития рынка привилегированных акций устойчивого развития следует дополнительно переоценить целесообразность видоизменения универсального предельного порога номинальной стоимости размещенных (или размещаемых) выпусков привилегированных акций,

составляющего 25% от уставного капитала акционерного общества.

Указанный порог, безусловно, предусмотрен для целей сохранения корпоративного контроля над обществом за акционерами – владельцами обыкновенных акций. Он позволяет им при любых обстоятельствах, в том числе, когда привилегированные акции становятся голосующими в случаях, установленных законом или уставом общества, сохранять квалифицированное большинство в  $\frac{3}{4}$  голосов и, как следствие, — возможность принятия большинства корпоративных решений (не требующих единогласия или большего числа голосов в силу закона или устава).

Такой или схожий подход реализован в большинстве стран ближнего зарубежья — в Казахстане (пункта 2 статьи 13 Закона Республики Казахстан от 13 мая 2003 года № 415-III «Об акционерных обществах»), Республике Беларусь (статья 70 Закона Республики Беларуси от 9 декабря 1992 г. № 2020-XII «О хозяйственных обществах»), а в Узбекистане такой предельный порог вовсе составляет всего 20% (часть 3 статьи 19 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»). Тем не менее запрет принятия акционерами, например, непубличного акционерного общества, иного решения, предполагающего превышение такого порога и размещение привилегированных акций с большей номинальной стоимостью от уставного капитала – по сей день не может быть внятно аргументирован ни в теории, ни на практике. В связи с этим сохраняется вопрос о том, на каком основании законом ограничивается автономия воли участников непубличных акционерных обществ, что косвенно также ограничивает их возможности структурирования прав по акциям, которые могли бы способствовать достижению целей устойчивого развития при наступлении и (или) ненаступлении определенных акционерами юридических фактов, путем перераспределения корпоративного контроля в пользу «зеленых» акционеров – владельцев таких привилегированных акций.

Согласно Закону об акционерных обществах, решение по вопросам, указанным в подпунктах 1–3 (внесение изменений и дополнений в устав, его

утверждение в новой редакции; реорганизация; ликвидация — соответственно), подпункте 5 (определение контура объявленных акций), подпункте 16 (крупные сделки), подпункте 17 (приобретение собственных (казначейских) акций), в подпункте 19.2 (делистинг ценных бумаг) пункта 1 статьи 48 данного закона, а также в пункте 2 статьи 92.1 (освобождение от раскрытия информации на рынке ценных бумаг), а также некоторым иным вопросам, принимается большинством в  $\frac{3}{4}$  голосов акционеров — владельцев голосующих акций.

П р и м е ч а н и е – закон также требует большего числа голосов для принятия решения об отказе от публичного статуса (95%).

Исходя из перечисленных в законе требований о принятии решения квалифицированным большинством в  $\frac{3}{4}$  голосов, следует высказать предположение о том, что утрата возможности принятия таких решений исключительно акционерами-владельцами обыкновенных акций (при предположении их единогласия) в рамках российского правопорядка не препятствует ведению обычной хозяйственной деятельности общества. Примером реализации приведенного подхода видится правопорядок Германии (§ 139, Подраздел 6 Закона об акционерных обществах Германии), в рамках которого привилегированные акции без права голоса могут составлять до половины уставного капитала (до 50%), и при этом также могут становиться голосующими при определенных условиях. В то же время законодательству Испании вовсе не свойственно устанавливать пороги такого рода – там доля номинальной стоимости привилегированных акций от уставного капитала акционерных компаний законом не ограничивается, вместо этого реализована правовая конструкция иного рода: «podrán contener preferencias que otorguen a una serie de acciones preeminencia en el control de la sociedad, por un plazo máximo de cinco años, pudiendo prorrogarse por acuerdo de la junta extraordinaria de accionistas.», заключающаяся в ограничении предельного срока установления контроля над обществом держателями таких акций до пяти лет

с возможностью продления. Более того, отдельным правовым порядкам (например, Великобритании, Нидерландах, США) свойственно допущение установления разного объема прав даже для обыкновенных акций [143]. С принятием Федерального закона от 03.08.2018 № 290-ФЗ «О международных компаниях и международных фондах» [9] (далее — Закон № 290-ФЗ) отечественный правовой порядок также допускает сохранение такой конъюнктуры прав по обыкновенным и привилегированным акциям у юридических лиц-резидентов со статусом международной компании (часть 1.1 статьи 7 Закона № 290-ФЗ), что не привело ни в одном из перечисленных случаев к каким-либо ощутимым затруднениям, систематической утрате корпоративного контроля мажоритарными акционерами или иным негативным эффектам.

**П р и м е ч а н и е** – Перевод с испанского: они (прим: привилегированные акции) могут содержать преференции, которые предоставляют ряду акций преимущественный контроль над обществом на срок до пяти лет с возможностью продления по согласованию с внеочередным собранием акционеров.

Таким образом, в ситуации, когда привилегированные акции непубличного общества выпускаются ради достижения каких-либо целей, в том числе целей устойчивого развития, а частичный переход корпоративного контроля к держателям таких привилегированных акций при достижении (или недостижении) обществом определенных объективно-верифицируемых показателей его работы сам по себе также представляется своего рода гарантией, указанный предельный порог доли привилегированных акций в обществе, скорее, препятствует широкой возможности «автоматической» временной корректировки конъюнктуры корпоративного контроля.

Безусловно, описанный механизм тесно сопряжен с потенциальным риском пропорциональной утраты корпоративного контроля держателями обыкновенных голосующих акций в ситуации, когда обычно не голосующие привилегированные акции в силу сложившихся обстоятельств могут становиться голосующими по всем вопросам или их части на неопределенный срок. Существует также значительный риск того, что юридический факт,

ставший причиной того, что обычно не голосующие привилегированные акции непубличного акционерного общества стали голосующими, будет сохраняться постоянно. Это сопутствующие правовые риски, которые должны учитываться органами управления юридического лица в ходе структурирования решения о выпуске акций такого типа. Однако при реализации описанных рисков сохраняется безусловное право на судебную защиту интересов акционерного общества в случае, если недобросовестные действия акционеров приводят к невозможности принятия тех или иных корпоративных решений.

Аналогичный подход применяется законодателем и в отношении конвертируемых акций, так как конвертируемыми могут быть лишь привилегированные акции: объем конвертируемых акций аналогично не может составлять более 25% от размера уставного капитала общества. Однако существуют и случаи, когда механизм защиты корпоративного контроля держателей обыкновенных акций не реализуется, а именно при размещении обыкновенных голосующих акций по договору конвертируемого займа или путем конвертации в обыкновенные акции облигаций того же эмитента.

**П р и м е ч а н и е** – По общему правилу, согласно абзацу второму пункта 4 статьи 39 Закона об акционерных обществах, размещение посредством открытой подписки конвертируемых в обыкновенные акции эмиссионных ценных бумаг, которые могут быть конвертированы в обыкновенные акции, составляющие более 25 процентов ранее размещенных обыкновенных акций, осуществляется только по решению общего собрания акционеров, принятому большинством в три четверти голосов.

В обоих случаях держатели обыкновенных акций могут утратить корпоративный контроль в результате наступления обстоятельств для конвертации [47], определенных в решении о выпуске конвертируемых ценных бумаг или условиями договора конвертируемого займа, что также свидетельствует в пользу переоценки целесообразности ограничений соотношения совокупной номинальной стоимости разных категорий (типов) акций, составляющих уставный капитал непубличного акционерного общества. Особенно с учетом того, что в каждой из перечисленных ситуаций

(конвертируемые в обыкновенные акции облигации / конвертируемый заем) решение, влекущее такие изменения, принимается акционерами, и в каждой из этих двух ситуаций невозможно однозначно определить пределы свободы договора и автономии воли сторон. Причины подобной дифференциации подходов законодателя неочевидны и, вероятно, требуют переосмысления [121].

В случае с публичными акционерными обществами схожие проблемы не проявляются в связи с тем, что подобное структурирование условий выпуска их привилегированных акций невозможно, что видится справедливым для целей защиты интересов миноритарных держателей обыкновенных акций публичных акционерных обществ [80]. В связи с этим и экономическая сущность таких привилегированных акций, выпускаемых публичными акционерными обществами, видится куда более простой, так как неизбежно сопряжена либо с перераспределением дивидендов в зависимости от достигнутых показателей, либо с наступлением оснований для конвертации привилегированных акций в обыкновенные или оснований требовать такой конвертации.

Исходя из вышеизложенного, представляется целесообразным оценить перспективу внесения изменений в пункт 2 статьи 25 Закона об акционерных обществах, предусматривающих:

- либо увеличение предельной номинальной стоимости размещенных привилегированных акций от уставного капитала непубличного акционерного общества до 50%, независимо от содержания их решения о выпуске;

- либо установление допущения увеличения предельной номинальной стоимости размещенных привилегированных акций от уставного капитала непубличного акционерного общества до 50% при соответствии решения о выпуске таких привилегированных акций дополнительным требованиям, которые могут определяться Правительством Российской Федерации и соотноситься с целями, определенными Постановлением № 1587 и (или) Парижским соглашением от 12 декабря 2015 года [37]

и (или) Декларацией «Преобразование нашего мира: Повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года».

В свою очередь, как уже отмечалось ранее, роль обыкновенных акций в достижении целей устойчивого развития неразрывно связана с целями деятельности самих обществ, отчего видится перспективным обратить внимание как на отдельные категории (типы) акций, так и на особые виды акционерных обществ, в отношении обеспечения следования уставным целям деятельности которых могут применяться не только методы гражданско-правового воздействия, заключающиеся в перераспределении корпоративного контроля или определения иного размера дивидендов, но и устанавливаться специфические формы контроля (надзора) со стороны органов государственной власти [40], посредством которых уже в условиях существующего правопорядка [151] может обеспечиваться государственный контроль именно за достижением целей устойчивого развития, их верификация и следование установленной таксономии отдельных видов проектов.

Руководствуясь схожими принципами, группой предпринимателей совместно с государством в 2023 году в Лихтенштейне был организован Artex Global Markets, подразделение ARTEX Corporate, представивший миру возможность пользоваться многосторонней торговой площадкой — Multilateral Trading Facility (MTF) для торговли предметами искусства, посредством выпуска акций компаний, в состав имущества которых включается соответствующий объект гражданских прав. Данный подход позволит реализовать идею юридического «дробления» таких предметов искусства при обеспечении достаточной ликвидности образуемых долей, посредством использования доступных механизмов рынка ценных бумаг, а также обеспечить соответствие реализуемого проекта требованиям законодательства Евросоюза — Директивы о рынках финансовых инструментов (MiFID II).

«Ключевая особенность данной торговой площадки заключается

в предоставлении возможности широкому кругу инвесторов приобретать акции, удостоверяющие корпоративные права в акционерных обществах (публичных компаниях с ограниченной ответственностью (*société anonyme*), зарегистрированных в соответствии с законодательством Великого герцогства Люксембург и ведущих деятельность, как секьюритизационные предприятия в соответствии с Законом о секьюритизации от 22 марта 2004), специально создаваемых исключительно для приобретения отдельного произведения искусства. При этом такие компании не несут иных расходов, связанных с управлением каждым произведением искусства, кроме как косвенных издержек из договора о профессиональных услугах, заключаемому с ARTEX, фактически выступающей «управляющей компанией». Специфика данного подхода заключается в том, что по экономическому смыслу художественные ценности не аккумулируются, как это реализовывалось в случае с акционерными или паевыми инвестиционными фондами, а, наоборот, «дробятся», тем самым обеспечивая значительный рост ликвидности конкретного произведения искусства.

В июне 2025 года состоялась одна из первых сделок под эгидой ARTEX, по передаче картины Фрэнсиса Бэкона «Три этюда к портрету Джорджа Дайера» 1963 года, находящейся в собственности публичной компании с ограниченной ответственностью «Art Share 002», в аренду галерее Saatchi Yates в Лондоне для экспонирования на выставке, что в очередной раз засвидетельствовало жизнеспособность разработанного финансового инструмента при сохранении его дихотомической сущности — единения сути «актива» и художественной ценности. И заимствование в том числе подобного финансового инструмента видится также вполне перспективным [122].

Тем не менее не только акции на искусство могут обладать высоким потенциалом. Аналогичный подход может быть реализован и в социальных, научных или экологических проектах различного масштаба, требующих привлечения финансирования для достижения поставленных целей, в том

числе целей устойчивого развития, или сохранения какого-либо «наследия», наращивания человеческого и инфраструктурного потенциала государства [136] — единственным требованием является возможность оплаты уставного капитала создаваемого акционерного общества конкретным объектом (объектами) гражданских прав, обладающего определенной ценностью.

*Примечание* – Например, пунктом 1 Приказа ФСФР от 13.08.2009 № 09-32/пз-н «Об утверждении требований к размеру и порядку расчета собственных средств акционерного инвестиционного фонда» установлено, что размер собственных средств акционерного инвестиционного фонда на дату представления документов для получения лицензии должен составлять не менее 35 млн рублей.

В условиях российского правового порядка наиболее перспективной формой реализации схожих проектов представляется выпуск акций акционерных инвестиционных фондов, особенности деятельности которых урегулированы Законом № 156-ФЗ.

Следует отметить, что ранее российское законодательство напрямую предусматривало возможность функционирования закрытых ПИФ художественных ценностей, базовым активом которых могут выступать различные предметы искусства. Доходы пайщиков в таких фондах формируются за счёт экспонирования соответствующих объектов, а также роста их рыночной стоимости. Как отмечалось в газете «Коммерсантъ» [185], впервые на российском финансовом рынке закрытые ПИФ художественных ценностей «Собрание» и «Собрание. ФотоЭффект», под управлением Закрытого акционерного общества «Лидер», появились 12 августа 2010 года. Их возникновение стало возможным в связи с вступлением в силу Приказа Федеральной службы по финансовым рынкам от 6 августа 2009 г. № 09-30/пз-н «О внесении изменений в некоторые нормативно-правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам» [36], в котором появлялось понятие «фондов художественных ценностей» и вводились требования к составу и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и ПИФ, относящихся к категории фондов

художественных ценностей, а также вводились обязательные условия о страховании включаемого в них имущества. Впоследствии эти положения в практически аналогичной редакции перешли в Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 28.12.2010 № 10-79/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» [35] (далее — Приказ ФСФР № 10-79/пз-н), который действовал вплоть до вступления в силу Указания Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» [30] (далее — Указание ЦБ № 4129-У).

В свою очередь, Указание ЦБ № 4129-У более не содержало специальных положений о фондах художественных ценностей, как и положений о большинстве прочих категорий фондов, перечисленных в пункте 1.2 Приказа ФСФР № 10-79/пз-н. Частично эти категории были аккумулированы в новые «фонды финансовых инструментов» и «комбинированные фонды», сохранилась категория «фондов недвижимости». Реализованный подход, направленный на сокращение числа категорий фондов, фактически привел к упразднению правового регулирования в сфере инвестиционного фондирования художественных ценностей [122]. Глава 2 Указания ЦБ № 4129-У, содержащая в себе требования к составу и структуре активов инвестиционных фондов не допускает включения в состав соответствующих активов обширного перечня объектов, которые ранее были перечислены в пункте 16.2 Приказа ФСФР № 10-79/пз-н и подробно раскрываются в таблице 5.

Таблица 5 – Состав активов инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов художественных ценностей в редакции Приказа ФСФР № 10-79/пз-н (утратил силу) [35]

№	Наименование актива
1	2
1	картины и рисунки целиком ручной работы на любой основе и из любых материалов
2	оригинальные скульптурные произведения из любых материалов, рельефы
3	оригинальные художественные композиции и монтажи из любых материалов

Продолжение таблицы 5

1	2
4	художественно оформленные предметы культового назначения, в частности, иконы
5	почтовые марки, иные филателистические материалы, отдельно или в коллекциях
6	гравюры, эстампы, литографии и их оригинальные печатные формы
7	произведения декоративно-прикладного искусства, в том числе художественные изделия из стекла, керамики, дерева, металла, кости, ткани и других материалов
8	фото-, фоно-, кино-, видеоархивы
9	старинные книги, издания, представляющие особый интерес (исторический, художественный, научный и литературный), в том числе редкие рукописи и документальные памятники
10	уникальные музыкальные инструменты
11	старинные монеты

Источник: составлено автором.

Пунктом 16.3 Приказа ФСФР № 10-79/пз-н ранее предусматривалось, что соответствующие художественные ценности являются движимым имуществом и при приобретении в состав активов фонда находятся на территории Российской Федерации без обязательства обратного вывоза. К тому же были предусмотрены особые механизмы страхования такой художественной ценности.

Подход к определению состава активов подобных фондов должен быть актуализирован с учетом последних тенденций, например, в свете возникновения новых объектов гражданских прав, в том числе цифровых прав (NFT), которые также могут идентифицироваться как художественные ценности, однако вещами при этом не являются. Тем не менее сама по себе потребность в формировании фондов такого вида представляется достаточно высокой, а правовой механизм — обладающим потенциалом.

Отсутствие актуального регулирования указанных правоотношений приводит к невозможности выпуска таких финансовых инструментов, и как следствие утрате перспективных источников частного финансирования на содержание и экспонирование художественных ценностей или иных ценных объектов гражданских прав, не являющихся недвижимым имуществом или финансовыми инструментами согласно Указанию ЦБ № 4129-У.

Как видится, данное упущение регулятора неблагоприятно влияет на общую конъюнктуру рынка ценных бумаг в свете того, что, как отмечалось ранее, разнообразие финансовых инструментов позволяет контрагентам (инвесторам и лицам, привлекающим инвестиции) производить тонкую настройку складывающихся между ними отношений, а также свидетельствует о развитости финансового рынка.

Обращая внимание на действительную статистику следует отметить, что за весь учетный период, начиная с 1999 года по 2024 год, в России было выдано всего 9 лицензий на осуществление деятельности акционерных инвестиционных фондов (7 из них, уже по состоянию на 28.12.2024, аннулированы) [192], и за весь указанный период не было образовано ни одного акционерного инвестиционного фонда художественных ценностей. Ситуация с ПИФ художественных ценностей до определенного момента складывалась более благоприятно. Так, как следует из Реестра паевых инвестиционных фондов Банка России, за период с 2010 по 2015 год было инициировано формирование по меньшей мере 10 закрытых ПИФ художественных ценностей: 6 из них в итоге не были сформированы, а 4 оставшихся к текущему моменту уже прекращены. Последний из них — Закрытый ПИФ художественных ценностей «Атланта Арт» был прекращен 06.09.2017 по решению Управляющей компании. Подробнее обозначенные данные приведены в приложении Г.

Несмотря на то, что ранее инвестиционные фонды художественных ценностей не обрели ожидаемой популярности в России по ряду причин, к которым могут быть отнесены в том числе:

- 1) недостаточное развитие рынка оценки и страхования художественных ценностей;
- 2) сравнительно невысокая доходность предлагаемого финансового инструмента;
- 3) дороговизна хранения художественных ценностей в соответствующих специализированных депозитариях;

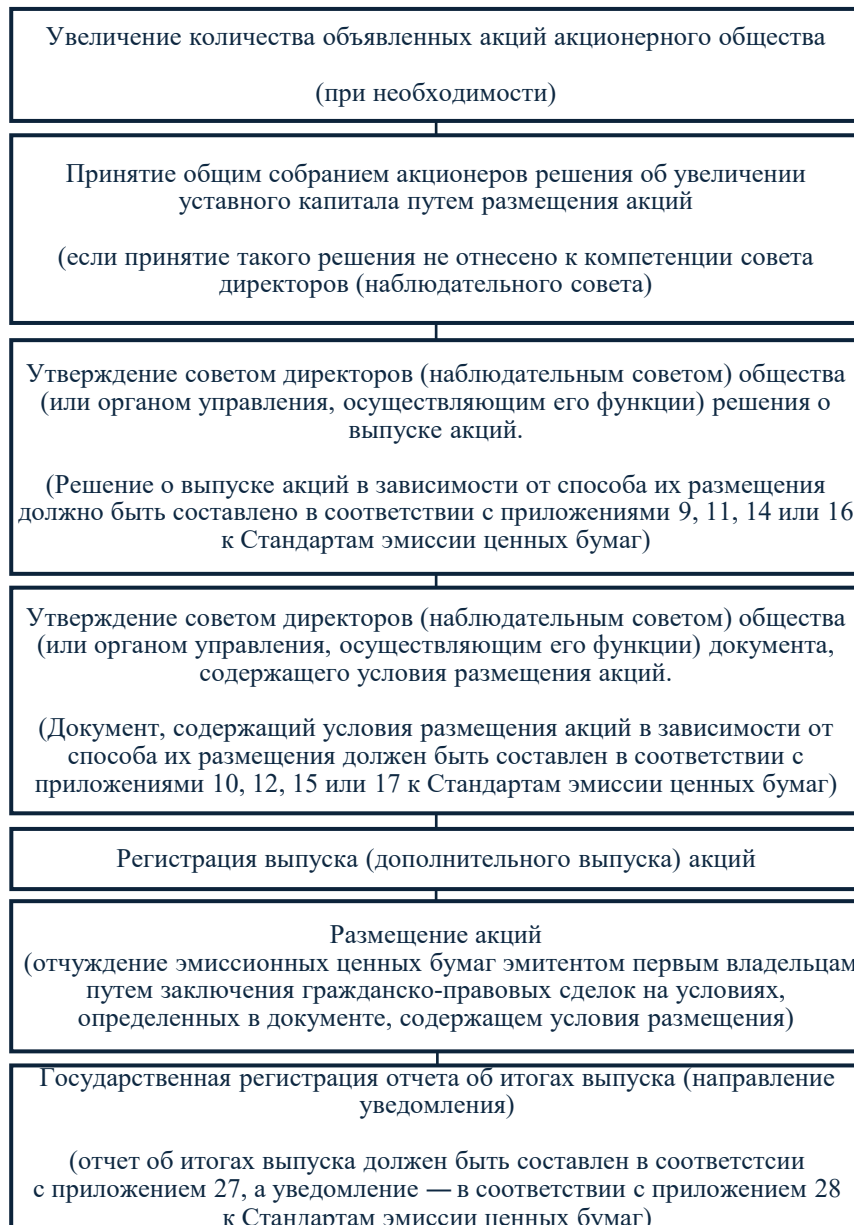
4) малая совокупная капитализация рассматриваемого сектора в России.

В действительности упразднение столь перспективного в глобальном смысле инструмента ретроспективно видится все же недальновидным шагом, не учитывающим общие темпы роста мирового рынка искусства, его культурного и экономического значения, а также возможности расширения соответствующей практики с рынка художественных ценностей на прочие специфичные объекты гражданских прав.

Процедура эмиссии акций акционерного инвестиционного фонда, в свою очередь, незначительно отличается от процедуры эмиссии акций любого иного акционерного общества, однако все же должна учитывать некоторую специфику такой организации. Так, пунктом 1 статьи 4 Закона № 156-ФЗ установлено, что акционерный инвестиционный фонд не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций. Оплачиваться такие акции, в свою очередь, могут только денежными средствами или имуществом, предусмотренным его инвестиционной декларацией, а неполная оплата таких акций при их размещении законом не допускается [74]. В случае, если акции такого акционерного инвестиционного фонда предназначены для квалифицированных инвесторов (указание на это должно содержаться в решении о выпуске этих акций), то такое требование к содержанию решения о выпуске фигурирует как в Законе № 156-ФЗ, так и в Стандартах эмиссии ценных бумаг (абзац 9 пункта 3.6 Стандартов эмиссии ценных бумаг). Помимо этого в ходе размещения также учитываются иные особенности конъюнктуры приобретателей, установленные законом, например, акции акционерного инвестиционного фонда не вправе приобретать его специализированный депозитарий (пункт 3 статьи 45 Закона № 156-ФЗ).

За исключением выделенных особенностей, эмиссия акций, которые могут быть направлены на достижение целей устойчивого развития, осуществляется в рамках стандартной процедуры, которая схематично может

быть представлена как на рисунке 5.



Источник: составлено автором.

Рисунок 5 – Примерная схема процедуры эмиссии акций выпуска (дополнительного выпуска)

Примечание - приведенная на рисунке 5 схема лишь частично применима для случаев учреждения акционерного общества, смешанной реорганизации, а также эмиссии конвертируемых привилегированных акций, требующих предварительной или единовременной регистрации выпуска акций, в которые будет производиться конвертация, и не призвана отразить всё разнообразие возможных обстоятельств. В случае, если акционерное общество (в соответствии с законодательством Российской Федерации) обязано осуществлять раскрытие информации, соответствующая информация раскрывается на каждом из этапов эмиссии, этого требующих.

В свою очередь, возникновению права собственности на паи ПИФ, являющиеся неэмиссионными ценными бумагами, предшествует несколько иная по своей правовой природе процедура, неразрывно связанная с формированием ПИФ, порядок которого установлен статьей 13.2 Закона № 156-ФЗ. Экономически такая процедура может соотноситься с формированием уставного капитала вновь создаваемого, путем учреждения, акционерного общества и оплату его акций, однако, юридически такое сравнение видится не вполне состоятельным по причинам разности природы как самих субъектов общественных отношений, так и природы выпускаемых ими ценных бумаг, несмотря на то, что оные приобретаются и в первом и во втором случаях. Как отмечалось ранее, ПИФ является обособленным имущественным комплексом, состоящим из имущества, переданного в доверительное управление, и не образует юридического лица [67], что особенным образом отмечается в абзаце втором пункта 1 статьи 10 Закона № 156-ФЗ, а права, предоставляемые держателям паев (в отличие от акций) носят скорее имущественный характер. В этом случае владельцы ценных бумаг не берут на себя функции принятия каких-либо управленческих решений, эта роль отводится управляющей компании. Владельцы паев лишь осуществляют контроль за её деятельностью и обладают механизмами контроля за сохранностью имущества, составляющего ПИФ.

Во многом именно благодаря этому (с финансовой точки зрения) такого рода имущественные комплексы часто используются для целей секьюритизации и повышения ликвидности активов (которые сами по себе могут не представлять существенного интереса для инвесторов), когда разнородное имущество аккумулируется в единую правовую структуру, в отношении которой осуществляется выпуск ценных бумаг, при этом цели его формирования могут быть самыми разнообразными. Такая форма фондирования видится достаточно привлекательной в рамках достижения целей устойчивого развития, поскольку может применяться как в траншевом (поэтапном) финансировании, так и финансировании развития

(использоваться как способ расширения бизнеса [97], реализации проектов).

Владелец пая вправе требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФ. Также он обладает правом на получение дохода от доверительного управления имуществом, составляющим ПИФ и сопутствующие этому права, например, право на получение денежной компенсации при прекращении ПИФ [66]. Количество инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией, может различаться в зависимости от вида паевого фонда: количество паев открытого, интервального и биржевых фондов законом не ограничивается, в то время, как предельное количество паев закрытого ПИФ, которые могут быть выданы пайщикам управляющей компанией, без исключений должны быть указаны в правилах доверительного управления.

Зачастую на практике выделяется четыре основных этапа формирования ПИФ, которые представлены на рисунке 6.



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Порядок формирования паевых инвестиционных фондов

**Таким образом,** ключевая роль в формировании ПИФ отводится именно управляющим компаниям, а от инвестиционной декларации зависит, какие именно цели стоят перед ПИФ. В случае с организацией ПИФ, чьи задачи лежат в поле достижения целей устойчивого развития, следует уделять дополнительное внимание составу активов, вносимых в оплату паев при формировании ПИФ. При надлежащем структурировании прав по нему такой финансовый инструмент может стать не только эффективным источником проектного или траншевого финансирования, но и высокоэффективным инструментом секьюритизации ценных бумаг сектора устойчивого развития.

Что касается правового регулирования акций и паев на искусство, то в Российской Федерации следует констатировать, что упразднение существовавшего ранее механизма, основанного на инвестиционных фондах художественных ценностей (как акционерных, так и паевых), видится контрпродуктивным подходом. Так, следует снова предусмотреть возможность включения в состав активов инвестиционных фондов художественных ценностей, актуализировав их перечень и исключив регуляторные архаизмы, а также учесть особенности российского страхового рынка и рынка оценки художественных ценностей.

В свою очередь, перспектива оптимизации правового регулирования привилегированных акций преимущественно кроется в переоценке отдельных требований законодательства о рынке ценных бумаг и об акционерных обществах. В частности, переоценки требует установленный предельный порог доли привилегированных акций от общего размера уставного капитала непубличных акционерных обществ, составляющий на сегодняшний день 25%, и фактически делающий невозможным автоматическую (при наступлении установленных уставом общества и решением о выпуске привилегированных акций) утрату держателями обыкновенных акций корпоративного контроля в  $\frac{3}{4}$  голосов. Такой механизм мог бы послужить дополнительной гарантией для держателей привилегированных акций, заключающейся в переходе к ним корпоративного контроля (на временной

основе — через становление привилегированных акций голосующими, на постоянной основе — через конвертацию привилегированных акций в обыкновенные акции).

В свою очередь, ограниченность применения обозначенной структуры прав по акции (возможно лишь на непубличные акционерные общества), а также то, что для включения в устав такого рода положений требуется единогласие, делают такой корпоративный механизм в достаточной степени справедливым, и не порождающим рисков необоснованной утраты корпоративного контроля акционерами непубличных акционерных обществ.

## **2.2 Особенности правового регулирования эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) долговых ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития**

Отмечая некоторые особенности правового регулирования эмиссии и (или) возникновения права собственности на отдельные виды, категории (типы) долговых ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития, следует повторно обратиться к разработанной ранее классификации ценных бумаг сектора устойчивого развития и вновь декларировать, что в данном случае разность складывающихся общественных отношений кроется в приведенной ранее правовой характеристике ценных бумаг (в том числе их разграничении на эмиссионные или неэмиссионные), от чего зависит и порядок возникновения права собственности на них, следовательно, и механизм привлечения активов заемщиком.

Также следует отметить, что наиболее целесообразным представляется изучение в рамках данной темы правовых механизмов, нацеленных на привлечение денежных средств организациями, не являющимися эмитентами российских государственных или муниципальных ценных бумаг (также называемых корпоративными), исходя из того, что эмиссия

государственных или муниципальных облигаций в большей степени представляет собой публично-правовой процесс [52], вплоть до стадии их размещения (отчуждения первым владельцам), а также в связи с тем, что достижение целей устойчивого развития всё больше сближается с основными государственными функциями, которые требуют обособленного (проектного) финансирования в меньшей степени, нежели достижение схожих целей коммерческими или некоммерческими организациями.

Между тем в рамках разграничения нормативного регулирования двух рассматриваемых процессов следует отметить, что особенности процедуры эмиссии государственных и муниципальных облигаций в основном определяются:

- БК РФ (Глава 14.1 Эмиссия и обращение государственных (муниципальных) ценных бумаг);

- Постановлением Правительства Российской Федерации от 15.05.1995 № 458 «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов»;

- Приказом Минфина России от 16.11.2021 № 177н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с переменным купонным доходом»;

- Приказом Минфина России от 10.06.2024 № 86н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций внешних облигационных займов Российской Федерации, выпускаемых с 2024 года».

А также рядом иных специальных нормативных актов, регулирующих эмиссию конкретных выпусков государственных (или муниципальных) облигаций.

В то же время порядок эмиссии корпоративных облигаций, в сущности, немногим отличается от порядка эмиссии акций: ему свойственны аналогичные алгоритмы, и совершенно совпадают этапы процедуры, установленные статьей 19 Закона о рынке ценных бумаг, что также проиллюстрировано в таблице 4. Тем не менее многообразие типов таких

облигаций (в том числе облигаций по классификации, приведенной ранее, направленных на достижение целей устойчивого развития), напрямую закрепленное в законодательстве, помимо методологического блага образует также и ряд определенных трудностей для их эмитентов, связанных с особенностями структурирования условий их выпуска, а также реализацией группы процедур в контексте публично-правового регулирования устойчивого развития в Российской Федерации. Учеными-юристами уже не единожды отмечалось, что правовая конструкция эмиссии эмиссионных ценных бумаг порой довольно противоречива и сложна [93].

Тем не менее общие особенности эмиссии облигаций перечисляются в одноименной статье 27.1–2 Закона о рынке ценных бумаг, в зависимости от их типа их эмиссия и обращение также регулируется специальными нормами Закона о рынке ценных бумаг, перечисленными далее в таблице 6.

Таблица 6 – Установленное Законом о рынке ценных бумаг специальное регулирование эмиссии и обращения отдельных выпусков облигаций.

Статья	Свойство облигаций
27.2	Особенности эмиссии и обращения облигаций с обеспечением
27.3	Облигации с залоговым обеспечением
27.3-1	Особенности облигаций с залоговым обеспечением денежными требованиями
27.4	Облигации, обеспеченные поручительством
27.5	Облигации, обеспеченные независимой гарантией, государственной или муниципальной гарантией
27.5-6	Особенности облигаций с обеспечением с разной очередностью исполнения обязательств
27.5-7	Особенности облигаций без определения срока их погашения

Источник: составлено автором.

Также в рамках рассматриваемого вопроса следует обратить особое внимание на элемент классификации Ценных бумаг сектора устойчивого развития из приложения А, а именно на классификацию типов облигаций, которые могут быть направлены на достижение целей устойчивого развития, также отраженную на рисунке 7.



Источник: составлено автором.

Рисунок 7 – Классификация типов облигаций иных эмитентов, которые могут быть направлены на достижение целей устойчивого развития

Так, исходя из требований закона верным является и то, что указанное специальное регулирование может в частных случаях распространяться и на облигации, направленные на достижение целей устойчивого развития, если такие выпуски, например, обеспечиваются залогом (в том числе денежными требованиями), поручительством или независимой гарантией. Также верно это и для соответствующих типов облигаций, если срок их погашения не определяется, а также распространяется на прочие обстоятельства выпуска и обращения таких облигаций, например, реорганизацию или ликвидацию эмитента [119].

Предшествовать более детальному рассмотрению процедуры эмиссии облигаций, соотносимых с приведенной типологией, как представляется, также должно однозначное соотношение элементов классификации с существующим на сегодняшний день подзаконным нормативным регулированием, установленным в Стандартах эмиссии ценных бумаг, представленном в таблице 7.

Таблица 7 – Установленное Стандартами эмиссии ценных бумаг специальное регулирование эмиссии отдельных типов облигаций, направленных на достижение целей устойчивого развития

Глава	Полное наименование типа облигаций	Краткое наименование
65	Облигации с использованием денежных средств, полученных от их размещения на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проектов, направленных на сохранение и охрану окружающей среды	Зеленые облигации
65(1)	Облигации с использованием денежных средств, полученных от их размещения на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием адаптационных проектов	Адаптационные облигации
66	Облигации с использованием денежных средств, полученных от их размещения на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проектов, направленных на развитие общественной жизни	Социальные облигации
66.1	Облигации с использованием денежных средств, полученных от их размещения на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проектов, направленных на сохранение и охрану окружающей среды, и на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проектов, направленных на развитие общественной жизни	Облигации устойчивого развития ( <i>аккумулируют в себе признаки зеленых облигаций – пункт 65.1 и социальных облигаций – пункт 66.1</i> )
67	Облигации с использованием денежных средств, полученных от их размещения на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проекта по созданию и (или) реконструкции имущества (недвижимого имущества или недвижимого имущества и движимого имущества, технологически связанных между собой)	Инфраструктурные облигации
69(1)	Облигации, связанные с целями устойчивого развития	<i>Совпадает</i>
69(2)	Облигации климатического перехода	<i>Совпадает</i>

Источник: составлено автором.

Дополнительно следует отметить, что таблицы 6 и 7 не приводят нормы, регулирующие эмиссию структурных облигаций (хотя они и включены в общую классификацию), так как даже в рассматриваемом вопросе они несколько выделяются из общей структуры. Как уже отмечалось в ходе формирования классификации ценных бумаг сектора устойчивого развития, по

своей экономической природе этот финансовый инструмент является скорее производным, то есть деривативом.

Во многих иностранных правовых порядках также существует схожее регулирование в плоскости «структурных нот», суть которого заключается, как верно отмечается отечественными учеными и практиками, в «комбинировании в структуре продукта постоянных и переменных потоков активов (денежных и неденежных), дополненных различными условиями (например, правом отмены потока, правом изменения параметра потока и так далее)» [145]. Между тем подобный финансовый инструмент по своей природе, как правило, обладает высокими финансово-юридическими рисками, в Российской Федерации на сегодняшний день он представлен в виде структурных облигаций, особенности эмиссии и обращения которых определены в статье 27.1.1 Закона о рынке ценных бумаг.

В основу генезиса этого института, как и во многих других случаях [51], легли санкции иностранных государств, систематически вводимые в отношении Российской Федерации с 2014 года. Так, в пояснительной записке к проекту федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и иные законодательные акты Российской Федерации в части регулирования структурных расписок» (Законопроект № 211550–7) отмечалось следующее:

«В рамках российского правового поля выпуск долговых ценных бумаг, не гарантирующих возврата их владельцам полной номинальной стоимости, не допускается, в связи с чем для выпуска подобных инструментов российским банкам или профессиональным участникам рынка ценных бумаг приходится привлекать иностранные юридические лица. И если до введения антироссийских санкций это можно было делать с использованием иностранных дочерних организаций российских компаний, то в настоящее время при выпуске структурных продуктов в обязательном порядке необходимо пользоваться услугами иностранных компаний, не связанных с российскими банками (профессиональными участниками рынка ценных

бумаг), и, соответственно, терять часть доходности. В связи с этим меньшую доходность получают и владельцы структурных продуктов» [52, 193].

Сперва такую ценную бумагу было предложено поименовать, как «структурную расписку», однако в финальной версии законопроекта такой вид ценной бумаги уже обозначался, как «структурная облигация», предназначенная по общему правилу для квалифицированных инвесторов. Правовая конструкция этой ценной бумаги основана на том, что её размещение всё ещё является формой заключения договора займа (как и в случае с любыми другими облигациями), со всем сопутствующим этому регулированием (если законом не установлено иного), однако, решение о выпуске может предусматривать условия, структурированные практически любым способом, который не противоречит установленным законом требованиям к структурным облигациям, в том числе, могут предусматривать, что при наступлении/ненаступлении установленных в решении о выпуске обстоятельств могут не выплачиваться как купонный доход и (или) дисконт, так и её номинальная стоимость, что фактически может делать такой заем невозвратным.

Так, интересным примером структурирования может послужить правовая конструкция облигаций «The Wildlife Conservation Bond» «The Rhino Bond» [222], которые были выпущены в 2022 году Международным банком реконструкции и развития для целей финансирования обеспечения «роста популяции носорогов, защиты среды обитания, создания местных рабочих мест за счет туризма» на определенных географических участках. Купонный доход данного выпуска облигаций, в зависимости от коэффициента прироста популяции носорогов, варьируется от 0 до 91,73\$ на каждую инвестированную 1000\$ (то есть порядка 9,17% доходности), при этом если коэффициент прироста популяции носорогов не изменится, то выплата купонного дохода произведена не будет.

Аналогичного результата по регулированию доходности облигации в зависимости от наступления/ненаступления определенных обстоятельств

представляется возможным реализовать и с использованием механизма плавающего купонного дохода. Так, пунктом 32.4 Стандартов эмиссии ценных бумаг установлено, что порядок определения размера процента (купона) по облигациям может устанавливаться, в том числе, в виде формулы с переменным (курс определенной иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги у организатора торговли и другие переменные), значения которых не могут изменяться в зависимости от усмотрения эмитента. При этом пунктом 1 статьи 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг установлено, что если от наступления или ненаступления указанных в абзаце втором подпункта 23 пункта 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг обстоятельств зависит только размер дохода (цена размещения и (или) размер процента) по облигациям, такие облигации не являются структурными. То есть ключевым признаком структурных облигаций выступает именно возможность определения размера выплат по структурной облигации при ее погашении (тела долга) в зависимости от наступления или ненаступления определенных обстоятельств, а также возможности предусмотреть, что при определенных обстоятельствах выплаты по такой облигации при ее погашении не осуществляются. То есть размер выплат по структурной облигации может быть меньше ее номинальной стоимости.

Таким образом, в рамках регулирования выпуска структурных облигаций возможно было бы предусмотреть, на примере упомянутых «The Wildlife Conservation Bond «The Rhino Bond», что при отрицательном коэффициенте прироста популяции носорогов тело долга по облигациям пропорционально сокращается согласно условиям, которые могут быть установлены в решении о выпуске таких структурных облигаций.

Безусловно, существует вопрос оценки экономической целесообразности инвестиций в такой финансовый инструмент со стороны розничных инвесторов, однако следует также принимать к сведению тот факт, что высокая доходность, как правило, не является основной целью инвесторов, приобретающих ценные бумаги сектора устойчивого развития. К тому же

ключевую роль в обеспечении такого рода финансирования зачастую играют институциональные инвесторы, которые в большей степени готовы принимать на себя риски, сопряженные с приобретением такого финансового инструмента.

Между тем для заемщика такая форма финансирования видится в значительной степени более перспективной в ситуации, когда наблюдается отрицательная динамика целевых показателей, от которых зависит доход по структурной облигации. Разница между номинальной стоимостью такой облигации и сокращенной выплатой может быть направлена на достижение поставленных перед ним целей устойчивого развития. Однако тогда, как в ситуации со структурной облигацией, чья доходность зависит от финансовых показателей и (или) от цены на определенные активы, заемщик зачастую сам терпит убытки. В ситуации с зависимостью доходности по облигации от наступления или ненаступления каких либо иных обстоятельств, такая разница между номинальной стоимостью и выплатой при погашении обладает несколько иным экономическим смыслом, который может либо также иметь компенсаторный характер, либо в котором может преобладать больше элементов, свойственных пари.

*П р и м е ч а н и е* – пункт 2 статьи 1062 ГК РФ ограничивается неприменением правил о пари лишь в отношении *поименованных* обстоятельств, а также обстоятельств *которые предусмотрены законом* и относительно которых неизвестно, наступят они или не наступят.

Таким образом, именно заемщик выступает бенефициаром механизма неполной защиты капитала.

Дополнительно следует обратить внимание и на вопрос субъектного состава приобретателей структурных облигаций, потенциально ориентированных на достижение целей устойчивого развития. Как уже было упомянуто ранее, по общему правилу структурные облигации могут приобретаться только квалифицированными инвесторами, однако

с вступлением в силу части 13 Федерального закона от 11.06.2021 № 192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [5] для указанного правила были разработаны исключения. Так, неквалифицированные инвесторы были наделены правом (до 1 апреля 2025 года) «приобретать ценные бумаги, по которым размер дохода зависит от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, указанных в абзаце втором подпункта 23 пункта 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг, при условии положительного результата тестирования такого клиента – физического лица, проведенного в порядке, установленном соответствующим базовым стандартом», и соответствии таких ценных бумаг особым требованиям, определяемым в соответствии с пунктами 1–3 процитированной нормы. Такой подход позволил неквалифицированным инвесторам приобретать некоторые структурные облигации, которые были охарактеризованы как обладающие наименьшим риском. Более того, пунктом 9 статьи 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг для таких инвесторов предусмотрен уникальный механизм защиты, позволяющий в течение 10 рабочих дней с даты заключения договора, на основании которого размещаются соответствующие структурные облигации, расторгнуть его в одностороннем порядке и требовать возврата внесенных денежных средств.

Тем не менее к числу соответствующих исключений не относятся облигации, размер дохода по которым, в части зависящей от наступления или ненаступления определенных обстоятельств, так или иначе соотносится с какими-либо показателями, характеризующими достижение целей устойчивого развития. С одной стороны, подход законодателя понятен и видится вполне корректным: такие инструменты сложно охарактеризовать низкорисковыми, а критерии оценки показателей все равно будут весьма относительны и зависимы как от методики их расчета, так и от верификатора. С другой же стороны, такой подход ограничивает возможность неквалифицированных инвесторов принимать участие в финансировании проектов, направленных на достижение целей устойчивого развития,

с использованием одного из наиболее привлекательных для заемщиков финансового инструмента.

Помимо требований к приобретателям, закон также предъявляет особые требования к эмитентам структурных облигаций: ими могут выступать только кредитные организации, брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества, которые в соответствии с целями и предметом их деятельности вправе осуществлять эмиссию структурных облигаций.

В свою очередь, особенностями эмиссии облигаций с целевым использованием денежных средств, полученных от их размещения, достаточно единообразны среди облигаций целевого типа (зеленые облигации, адаптационные облигации, социальные облигации, инфраструктурные облигации и облигации устойчивого развития).

В сущности, такая правовая конструкция всего-навсего позволяет реализовать механизм целевого займа, предусмотренный статьей 814 ГК РФ, на рынке ценных бумаг для целей финансирования именно проектов устойчивого развития. Однако помимо частного-правового содержания в регулировании устойчивого развития в Российской Федерации большое значение имеют также процедуры публично-правового характера [52]. Стандарты эмиссии ценных бумаг неизбежно предъявляют к решению о выпуске таких типов облигаций, а также к процедуре их эмиссии в целом, связанные с этим дополнительные требования, которые преимущественно нацелены на соблюдение критериев, установленных Постановлением Правительства Российской Федерации № 1587, принципами и стандартами проектов в области социального финансирования и иными федеральными законами охарактеризованными в таковом качестве в Стандартах эмиссии ценных бумаг (например, Федерального закона от 21 июля 2005 года № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» или Федерального закона от 13 июля 2015 года № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении

изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации).

Так, для каждого из типов целевых облигаций предусмотрена совокупность положений, которые могут быть включены в решение о выпуске и которые позволяют идентифицировать облигации соответствующим образом (как зеленые, адаптационные, социальные и так далее). В случае, если решение о выпуске таких облигаций требуемых положений не содержит, такой выпуск облигаций не может быть идентифицирован в соответствующем качестве.

К числу *общих* идентифицирующих признаков, которые должны включаться в решение о выпуске таких целевых облигаций, относятся:

**П р и м е ч а н и е** – такие условия и сведения включаются в решение о выпуске соответствующего типа облигаций в дополнение к сведениям, предусмотренным статьей 17 Закона о рынке ценных бумаг для решений о выпуске любых эмиссионных ценных бумаг в целом и облигаций в частности.

1) условие об использовании полученных средств на цели, неразрывно связанные с конкретным типом облигаций;

2) условие об определении конкретного проекта, порядка его определения или общей политики использования полученных денежных средств, в рамках которых планируется осуществлять финансирование (рефинансирование);

3) сведения о верификации выпуска (программы) облигаций и верификаторе (организации, подготовившей заключение (документ) о соответствии выпуска (программы) установленным требованиям), либо о верификации политики эмитента по использованию денежных средств, полученных от размещения облигаций, и верификаторе;

4) обязательство эмитента составлять отчет об использовании соответствующих денежных средств, полученных от размещения облигаций конкретного типа (в том числе в рамках программы), а также обеспечивать возможность независимой оценки такого отчета верификатором;

5) предусматриваются последствия нецелевого использования

полученных в результате размещения облигаций денежных средств, а также могут указываться последствия нарушений ключевых принципов и стандартов финансовых инструментов соответствующего типа;

б) могут предусматриваться последствия нарушения иных обязательств эмитента, возникших в связи с выпуском облигаций соответствующего типа;

7) решение о выпуске облигаций также должно содержать принятое на себя обязательство эмитента внести в решение о выпуске облигаций программу облигаций, проспект облигаций и (или) документ, содержащий условия их размещения, изменения, нацеленные на исключении дополнительной идентификации выпуска облигаций (зеленые, адаптационные, социальные и так далее), если такие облигации будут исключены из перечня финансовых инструментов устойчивого развития, публикуемого на специализированной странице методологического центра Государственной корпорации «ВЭБ.РФ».

8) также указываются сведения об обязанности раскрытия информации об использовании денежных средств, полученных от размещения соответствующего типа облигаций (в пределах, установленных законом и нормативными актами Банка России).

Перечисленные признаки свойственны практически всем типам целевых облигаций устойчивого развития и должны указываться в решении об их выпуске. Из этого правила, впрочем, есть и отдельные исключения, о которых уже упоминалось ранее: облигации, выпущенные с соответствующими идентификационными указаниями до вступления в силу новых требований (в том числе новой редакции Стандартов эмиссии), в соответствии с пунктом 5(1) Требований к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации, утвержденных Постановлением Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587, при определенных условиях признаются соответствующими требованиям, установленным указанным

документом. Из этого следует, что для сохранения соответствующих указателей в наименовании вносить изменения в решение о выпуске таких облигаций не требуется. Во всех прочих случаях соответствующие требования к его содержанию должны быть соблюдены.

Таким образом, ключевое отличие таких целевых облигаций устойчивого развития от прочих облигаций кроется в дополнительных условиях, на которых такие облигации могут быть размещены и, соответственно, приобретаются инвесторами-займодавцами. Также большое значение имеет возникновение дополнительных обязательств как публично-правового, так и частно-правового характера (увеличение дохода по облигациям в случае нецелевого использования денежных средств, привлеченных от них и (или) же право на их досрочное погашение).

Указанные характеристики делают такой финансовый инструмент привлекательным для ответственного инвестирования и перспективным для диверсификации активов, а его правовая конструкция представляется вполне достаточной для перенесения вполне обыденной конструкции целевого займа на рынок ценных бумаг в целом и сектор устойчивого развития в частности, что делает её куда более занимательным институтом. Субъектный состав их потенциальных приобретателей также видится вполне уместным: облигации такого типа доступны как квалифицированным, так и неквалифицированным инвесторам. Основная же проблема представляется в сложности их правовой конструкции и недооцененности механизмов защиты капитала, которые на сегодняшний день недостаточно популяризированы среди розничных инвесторов.

Справедливо отметить, что вся совокупность обозначенных характеристик должна относиться и к новому типу целевых облигаций — облигаций технологического суверенитета, возможность выпуска которых возникла с вступлением в силу постановления Правительства Российской Федерации от 6 ноября 2024 г. № 1492 «О внесении изменений в постановление Правительства Российской Федерации от 15

апреля 2023 № 603» [20].

Что же касается *нецелевых облигаций устойчивого развития* (облигации, связанные с целями устойчивого развития; облигации климатического перехода), то следует отметить, что они обладают несколько иной правовой конструкцией выпуска, исходя из требований, предъявляемых к содержанию их решения о выпуске.

Так, решением о выпуске облигаций, идентифицируемых как «облигации, связанные с целями устойчивого развития», может предусматриваться:

увеличение размера дохода по облигациям (купонного и (или) дисконтного);

и (или) возникновение права владельцев облигаций требовать досрочного погашения принадлежащих облигаций;

и (или) возникновение права владельцев облигаций требовать приобретения эмитентом принадлежащих им облигаций по цене не ниже их номинальной стоимости (ее остатка) и суммы накопленного дохода (зависит от достижения или недостижения эмитентом одного или нескольких ключевых показателей его деятельности, которые неразрывно связаны с достижением целей устойчивого развития). Идентификация таких целей производится согласно декларации «Преобразование нашего мира: Повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года» и (или) Парижским соглашением от 12 декабря 2015 года. Притом решение о выпуске также должно содержать описание такого ключевого показателя, методику его расчета, описание его влияния на окружающую среду, механизмы контроля за достижением / недостижением такого показателя и иные смежные сведения, предусмотренные Стандартами эмиссии ценных бумаг.

По своему содержанию, такое структурирование решения о выпуске облигаций заметно соотносится с менее специфицированными облигациями с плавающим доходом, размер которого также может ставиться в зависимость от достижения или недостижения какого-либо показателя. Тем не менее

законом устанавливается недвусмысленное условие: переменные, от значения которых зависит размер процента (купона) по облигациям, не могут ставиться в зависимость от усмотрения эмитента.

Существующая на сегодняшний день формулировка позволяет двояко интерпретировать возможность привязки дохода по обычным облигациям с плавающим купонным доходом к показателям, связанным с хозяйственной деятельностью эмитента, так как грань между «усмотрением эмитента» и «достижением эмитентом показателей», пускай даже подтверждаемых в результате независимой оценки третьим лицом на условиях, предусмотренных решением о выпуске таких облигаций, но за пределами правопорядка, установленного для «облигаций, связанных с целями устойчивого развития», неочевидна.

Особенно интересным данный вопрос становится в свете того, что требования к содержанию решения о выпуске облигаций практически аналогичной правовой конструкции в Стандартах эмиссии формально определены, а решение о выпуске является ничем иным, как документом, предопределяющим права инвесторов по ценной бумаге, возникающим у них в результате размещения на условиях, определенных в документе, содержащем условия размещения. Данный факт явственно следует из закона и уже долгое время отмечается в большинстве теоретических исследований и даже обозначается «объективной формой фиксации прав», чем по сути и является [85]. То есть при сохранении набора должных допущений возможно интерпретировать указанную конструкцию как совокупность существенных условий, и, следовательно, распространить на нее действия статьи 432 ГК РФ («существенными являются условия, которые названы в законе или иных правовых актах как существенные или необходимые для договоров данного вида»).

Иными словами, при структурировании решения о выпуске облигаций таким образом, что его содержание частично начинает соотноситься с поименованным типом облигаций, нацеленных на достижение целей

устойчивого развития. К такому решению могут предъявляться аналогичные требования независимо от того, желает эмитент присвоить этому выпуску дополнительную идентификацию с использованием слов «облигации, связанные с целями устойчивого развития» или нет. Преимущества такого подхода очевидны:

- сохранение и распространение роли верификаторов на выпуск финансовых инструментов, смежных по правовому содержанию;
- обеспечение полноты оценки конъюнктуры сектора устойчивого развития, недопущение образования его «теневой» стороны;
- дополнительная защита инвесторов, организация предоставления им единообразных прав, при единообразном правовом содержании выпуска облигаций [152].

Аналогичный подход применим и в отношении облигаций климатического перехода, однако в основу структурирования их решения о выпуске должен ложиться не отдельный показатель (показатели) его деятельности, сопряженные с достижением целей устойчивого развития, а достижение целей стратегии эмитента по изменению его деятельности в целях перехода к низкоуглеродной экономике (энергоперехода) или иных целей, установленных Парижским соглашением по климату.

Перечисленные особенности эмиссии долговых ценных бумаг призваны проиллюстрировать всё многообразие частно-правовых и публичных аспектов процедуры их выпуска, которые должны учитываться при упрощении процессов привлечения денежных средств с использованием соответствующих видов ценных бумаг, и, как представляется, наиболее целесообразным вектором развития этой сферы является цифровизация процедуры эмиссии и обеспечение «непрерывности» выпуска долговых ценных бумаг устойчивого развития, заключающейся в упразднении необходимости отдельно верифицировать выпуски долговых ценных бумаг устойчивого развития в качестве таковых.

П р и м е ч а н и е – Актуальная редакция Стандартов эмиссии ценных бумаг предполагает предварительную верификацию проектов устойчивого развития к моменту подачи документов для регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг устойчивого развития.

В основе обозначенного подхода лежат соответствующие предпосылки, в частности, развитие информационных технологий в Российской Федерации уже более двадцати лет находится под контролем государства и регулярно подвергается разносторонней оценке. Об актуальном состоянии общественных отношений в этой сфере возможно судить в том из генезиса содержания национальных проектов, стратегических документов, государственных программ, учитывая при этом мнение независимых экспертов и ученых, проводящих юридические и экономические исследования в данной области.

Так, с 2018 по 2024 год в России реализовывался национальный проект «Цифровая экономика», одной из целей которого было создание устойчивой и безопасной информационно-телекоммуникационной инфраструктуры высокоскоростной передачи, обработки и хранения больших объемов данных, доступной для всех организаций и домохозяйств. Одновременно с реализацией проекта на практике обозначенная сфера подвергалась и теоретическому осмыслению учеными юристами и экономистами [68]. В 2024 году были подведены итоги реализации национального проекта «Цифровая экономика», а уровень достижения показателей и результатов, по данным Минцифры России, составил порядка 99,5% [189]. В 2025 году на смену пришел новый национальный проект «Экономика данных и цифровая трансформация государства», к основным показателям которого отнесены в том числе:

1) доля российских организаций ключевых отраслей экономики, перешедших на использование базового и прикладного российского ПО в системах, обеспечивающих основные производственные и управленческие процессы — 80%;

2) доля массовых социально значимых государственных и муниципальных услуг, предоставляемых в электронной форме — 99%.

Обозначенные выше целевые показатели, в сущности коррелирующие с целевыми маркерами предшествующего национального проекта «Цифровая экономика», косвенно свидетельствуют, в том числе, о системной заинтересованности государства в планомерном переходе к электронной форме взаимодействия между участниками различных сфер общественных отношений. Базовые предпосылки к такому переходу универсальны для большинства субъектов: и для органов государственной власти или госкорпораций, и для потребителей государственных и муниципальных услуг. Например, внедрение электронного документооборота может демонстрировать среди положительных эффектов снижение материальных затрат, снижение затрат рабочего времени, экономию пространственных ресурсов или такие неявные эффекты, как контроль исполнительской дисциплины и совершенствование коммуникативного взаимодействия [105, 133]. На официальном сайте Федеральной налоговой службы России в сети «Интернет» представлен «Калькулятор для расчета эффективности внедрения электронного документооборота в компании», позволяющий предварительно оценить положительный эффект от такого перехода для организации, однако и в этом случае следует учитывать, что пропорциональную выгоду от электронной формы взаимодействия извлечет не только организация, осуществившая такой переход, но и прочие субъекты, с которыми она перешла на юридически значимый электронный документооборот, в том числе и публично-правовые образования.

О смежных тенденциях свидетельствуют и статистические данные. Так, из материалов сборника «Индикаторы цифровой экономики: 2025» Института статистических исследований и экономики знаний НИУ ВШЭ, выпускаемого в партнерстве с Минцифры России и Росстатом, следует, что к полностью электронной форме взаимодействия для получения государственных и муниципальных услуг к 2023 году перешло 56,9% организаций, не относящихся к субъектам малого предпринимательства [61]. При этом в статистическом исследовании прослеживается тенденция

снижения доли организаций, перешедших на полностью электронное взаимодействие, от снижения численности работников в них (в 2023 году лишь 51,7% организаций с численностью работников 100 и менее получают государственные и муниципальные услуги полностью в электронной форме, в то время как в организациях с численностью работников 101 и более такая доля составляет более 82,2%).

Обозначенные показатели формируют благоприятную основу в том числе для внедрения электронной формы взаимодействия в качестве обязательной, приходящей на смену бумажному документообороту не только в условиях межведомственного взаимодействия, в котором доля бумажного документооборота уже минимизирована (согласно Постановлению Правительства Российской Федерации от 24 июля 2021 г. № 1264 «Об утверждении Правил обмена документами в электронном виде при организации информационного взаимодействия»), но и в условиях взаимодействия между органами государственной власти и подконтрольными им организациями, получателями государственных и муниципальных услуг.

Первые шаги в этой области уже были предприняты. Например, после вступления в силу Федерального закона от 03.07.2016 № 240-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Налогового кодекса Российской Федерации» справки о счетах налогоплательщиков по запросам налоговых органов предоставляются банками только в электронном виде с 3 августа 2016 года. Аналогичным образом с 9 февраля 2016 года, после вступления в силу Федерального закона от 13.07.2015 № 231-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», некредитные финансовые организации перешли на полное электронное взаимодействие с Банком России. После вступления в силу Федерального закона от 14.04.2023 № 125-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Налогового кодекса Российской Федерации» стало возможным направление налогоплательщикам, имеющим подтвержденную учетную запись в единой системе идентификации и аутентификации, уведомлений и других документов через личный кабинет

на портале «Госуслуг» без их направления по почте.

Все обозначенные регуляторные изменения, в свою очередь, свидетельствуют уже не об эфемерной заинтересованности государства в переходе к электронным формам взаимодействия, а являются собой вполне конкретные шаги к полному отказу от бумажного документооборота, несмотря на то, что на текущем этапе развития общества такой переход без ощутимого ущерба для широкого круга участников общественных отношений невозможен. В то же время существуют особые сферы общественных отношений и особые субъекты, для которых переход к обязательному электронному взаимодействию с большей вероятностью не повлечет существенных негативных последствий.

Исключением из рассмотренных предпосылок и тенденций не является и правовое регулирование рынка ценных бумаг, в особенности в части взаимодействия эмитентов ценных бумаг с Банком России и регистрирующими организациями. Как уже отмечалось, по общему правилу, установленному статьей 19 Закона о рынке ценных бумаг, процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг включает в себя, в том числе, этапы регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. С вступлением в силу поправок, излагающих 20 статью Закона о рынке ценных бумаг в новой редакции и дополняющих его статьей 20.1 [6], регистрация выпусков (дополнительных выпусков) может осуществляться как Банком России (государственная регистрация), так и регистратором, биржей или центральным депозитарием (регистрирующими организациями), в определенных законом случаях. Тогда же в Закон о рынке ценных бумаг была включена возможность предоставлять эмиссионные документы в Банк России или регистрирующую организацию в электронной форме: в Пояснительной записке к проекту федерального закона, вносящего соответствующие

изменения [194], отмечалось, что такая практика «позволит снизить затраты на подготовку эмиссионных документов».

О возможности представления документов для регистрации выпуска ценных бумаг в электронной форме впервые упоминалось ещё в Постановлении ФКЦБ России от 18.06.2003 № 03-30/пс «О Стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг», однако реализовать обозначенную возможность на практике было затруднительно. Техническая возможность направления эмиссионных документов для государственной регистрации появилась только в 2020 году после усовершенствования Личных кабинетов участников информационного обмена с Банком России, а способы подтверждения регистрации выпусков ценных бумаг в электронном виде были закреплены в Стандартах эмиссии ценных бумаг.

В связи с нововведением в Годовые отчеты Банка России за 2020, 2021, 2022, 2023 и 2024 годы включались сведения о количестве электронных действий государственной регистрации, связанных с эмиссией ценных бумаг финансовых и нефинансовых организаций, начиная со второго полугодия 2020 года. Аккумулятивные сведения о количестве электронных регистрационных действий представлены в таблице 8.

Таблица 8 – Сведения о количестве электронных действий государственной регистрации

Регистрационные действия		III–IV кв. 2020 года*	2021 год*	2022 год	2023 год	2024 год
1		2	3	4	5	6
Финансовые организации	Всего:	100% (163 ед.)	100% (522 ед.)	100%	100%	100%
	Электронные:	51% (84 ед.)	77% (406 ед.)	84%	96,4%	97,3%

Продолжение таблицы 8

1		2	3	4	5	6
Нефинансовые организации	Всего:	100% (1603 ед.)	100% (3014 ед.)	100%	100%	100%
	Электронные:	<2% (27 ед.)	7% (208 ед.)	21%	37,33%	39,4%
*Годовые отчеты Банка России за 2020 и 2021 год включают сведения о формах регистрационных действий как в натуральном, так и в процентном выражении.						

Источник: составлено автором на основании Годовых отчетов Банка России за 2020-2024 гг.

Приведенные данные свидетельствуют о почти полном переходе финансовых организаций к электронной форме взаимодействия с Банком России при государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг (97,3% электронных регистрационных действий в 2024 г.) и сохранении приверженности нефинансовых организаций к обмену бумажными документами в процессе государственной регистрации (лишь 39,4% электронных регистрационных действий в 2024 г.). Оценить долю электронного взаимодействия между эмитентами ценных бумаг и регистрирующими организациями на данный момент не представляется возможным: такие данные не публикуются, однако для целей настоящего исследования полагаем допустимым условное распространение схожего соотношения электронных регистрационных действий на рынок эмиссионных ценных бумаг в целом. Это будет означать готовность финансовых организаций к переходу на полностью электронное взаимодействие с Банком России и регистрирующими организациями в процессе эмиссии ценных бумаг и неготовность к этому нефинансовых организаций.

Одновременно следует выделить упоминаемый ранее характер отношений, складывающихся между регистрирующими организациями и эмитентами ценных бумаг: они носят частно-правовой характер, несмотря на

публично-правовое содержание самого регистрационного действия. Из пункта 9 статьи 20.1 Закона о рынке ценных бумаг следует, что «регистрация в соответствии с настоящей статьей выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг регистрирующими организациями и регистрация биржей проспектов ценных бумаг осуществляется на основании договора, заключенного эмитентом с соответствующей регистрирующей организацией». Таким образом, внедрение обязательного электронного взаимодействия между эмитентами и регистрирующими организациями в ходе регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг означало бы предопределение порядка оказания услуг, что не только ограничило бы действие принципа свободы договора, запрещая контрагентам самостоятельно определять предпочтительную форму юридически значимого документооборота, но и могло бы повлечь неоправданный рост издержек и консолидацию рынка соответствующих услуг среди регистрирующих организаций, в которых электронная форма взаимодействия с контрагентами уже развита на достаточно высоком уровне.

Руководствуясь вышеуказанными потенциальными негативными эффектами, а также учитывая, что регистрирующие организации являются коммерческими организациями, нами делается вывод о нецелесообразности вмешательства в особенности осуществления ими предпринимательской деятельности. В связи с тем, что заключение таких договоров фактически осуществляется на рыночной основе, переход к электронной форме взаимодействия также должен реализовываться в пределах рыночных механизмов – только тогда, когда такой переход является осознанным выбором контрагентов по сделкам, а не «навязывается» государством [90].

Несколько иначе может быть охарактеризована идея обязательной государственной электронной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг, осуществляемой Банком России. Как было продемонстрировано ранее, тенденция перехода к электронной форме оказания государственных и муниципальных услуг очевидна, она основана на финансово-экономической

целесообразности и потребности в упрощении процедуры эмиссии [167, 197], которая может быть достигнута в том числе за счёт совершенствования формы взаимодействия между Банком России и эмитентами ценных бумаг, переноса типовых форм эмиссионных документов (приложения к Стандартам эмиссии ценных бумаг) в формат электронных бланков, их оптимизации и т.д.

В то же время о заинтересованности Банка России в развитии данного направления свидетельствуют не только общие предпосылки, но и проведенный в 2023 году опрос эмитентов на предмет оценки удобства процедуры электронной регистрации эмиссионных документов [176]. В пресс-релизе отмечалось, что «результаты опроса позволят Банку России выявить основные проблемы, которые препятствуют развитию онлайн-услуги, <...> определить перспективы электронной регистрации в будущем: станет ли она обязательной, и если да, то для каких групп эмитентов», однако результаты обследования опубликованы не были.

Тем не менее после устранения всех выявленных недостатков процедуры переход к электронной регистрации выпусков ценных бумаг видится закономерным, укладывающимся в нынешний вектор развития финансового рынка в рамках обозначенных тенденций цифровизации общественных отношений [134, 135].

В свою очередь, в свете цифровизации процедуры эмиссии следует учитывать особенности верификации инструментов устойчивого развития [95], которая на сегодняшний день осуществляется в порядке, определенном в разделе IV Требований к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации. В частности, правила предусматривают определение соответствия инструментов финансирования устойчивого развития требованиям либо перед привлечением денежных средств (до регистрации выпуска или принятия решения о предоставлении кредитных средств) либо в отношении ранее выпущенных инструментов (перед внесением изменений в решение о выпуске облигаций).

В обоих случаях процедура верификации предшествует

регистрационному действию, что также согласуется с требованиями Стандартов эмиссии, а, следовательно в рамках действующего регулирования de-facto становится этапом процедуры эмиссии облигаций устойчивого развития и затрудняет процесс привлечения инвестиций корпорациями, вынуждая обособленно реализовывать процедуры, в сущности ориентированные на одну и ту же цель — привлечение инвестиций на финансовом рынке. В связи с этим, для достижения непрерывности процедуры выпуска облигаций устойчивого развития, также полагаем целесообразным проработать возможность последовательного, линейного взаимодействия верификаторов с Банком России и регистрирующими организациями в контексте регистрации выпусков ценных бумаг устойчивого развития.

Предполагается, что корректировка правового регулирования в обозначенном направлении не потребует системного пересмотра нормативных актов. Достичь желаемого эффекта возможно посредством внесения точечных изменений в Требования к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации и Стандарты эмиссии ценных бумаг.

Между тем необходимо учитывать и ранее отмеченную необходимость либерализации подходов к верификации и внешней оценке показателей устойчивого развития конкретных финансовых инструментов и организаций, которые их выпускают, а также общемировые тенденции.

### **2.3 Правовое регулирование обращения отдельных видов, категорий (типов) долговых и долевых ценных бумаг, направленных на достижение целей устойчивого развития**

Общие наиболее актуальные вопросы правового регулирования обращения ценных бумаг в Российской Федерации на сегодняшний день достаточно обширно рассматриваются такими учеными-юристами, как А.В. Пашков, Л.Р. Юлдашбаева и А.В. Белицкая, О.В. Глеба и другими.

Зачастую воззрения современных юристов на обращение ценных бумаг строится на работах М.М. Агаркова («Учение о ценных бумагах» [63]) и В.А. Белова («Ценные бумаги в российском гражданском праве» [72], и других его исследованиях [70, 71]). Значимый вклад в развитие данного вопроса в контексте нашего исследования внес Д.В. Мурзин, раскрыв в работе «Ценные бумаги — бестелесные вещи» [86] принципиально значимые для современного обращения ценных бумаг вопросы, связанные с постепенным отступлением мировых правопорядков от двойственной правовой природы ценной бумаги. Существует и множество иностранных авторов, изучающих эти и смежные с ними правовые вопросы. Так, в работах Мейси С. Уи «Акции и иные ценные бумаги в международном частном праве» и Ван Хуте Х. «Правовое регулирование трансграничного оборота ценных бумаг» также освещаются обозначенные темы. Таким образом, изучению обращения ценных бумаг в отечественной и зарубежной юридической науке отводится важная роль, так как именно от условий их обращения во многом зависит конъюнктура национального и трансграничного рынка ценных бумаг.

В целом ученые сходятся в том, что обращение ценных бумаг на вторичном рынке представляет собой совокупность актов купли-продажи или иных форм перехода ценной бумаги от одного её владельца к другому в течение всего срока существования ценной бумаги. В то же время практически аналогичная по своему содержанию легальная дефиниция содержится в подпункте 16 пункта 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг, где указывается, что обращение ценных бумаг представляет собой «заключение гражданско-правовых сделок, влекущих за собой переход прав на ценные бумаги». В данном случае важно отметить, что традиционно под обращением ценных бумаг понимается «вторичный рынок», то есть возникновение права собственности при первичном размещении ценной бумаги обращением не является. Совершенно аналогичный подход применяется и в рамках настоящего исследования.

Именно в таком ключе в рамках данного параграфа будут рассмотрены

некоторые ключевые особенности правового регулирования биржевого и внебиржевого обращения отдельных видов, категорий (типов) долговых и долевых ценных бумаг устойчивого развития в России, США [146], Великобритании, Евросоюзе [41] и Китае как наиболее характерных правопорядках, признающих цели устойчивого развития, разработанные в рамках ООН и иных международных организаций.

Как уже отмечалось ранее, в 2019 году Московской биржей был организован специальный сектор устойчивого развития, разделенный на сегменты облигаций устойчивого развития, облигаций, связанных с целями устойчивого развития и сегмент национальных и адаптационных проектов. Для включения ценных бумаг в сектор они должны соответствовать ряду требований, установленных в пункте 15.4.1. Правил листинга ПАО Московская Биржа. А именно, помимо общих требований для включения в отдельные сектора, в отношении таких облигаций или самого эмитента должна быть проведена независимая внешняя оценка их соответствия международно-признанным и (или) российским целям, принципам, стандартам и критериям в соответствующих сферах, должна раскрываться вся необходимая информация а также в случае, если выпуск облигаций регистрируется в соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг, они обязательно должны быть дополнительно идентифицированы соответствующим образом (с использованием слов «зеленые облигации» / «социальные облигации» / «облигации устойчивого развития»). В то же время последнее требование не распространяется на выпуски ценных бумаг, регистрация которых осуществлялась не в соответствии со Стандартами эмиссии, например, на облигации иностранных эмитентов или гособлигации. В этом свете, с одной стороны, поднимается вопрос о том, насколько требование биржи об обязательном присвоении такого наименования для включения в определенный сегмент является недискриминационным.

С другой стороны, биржа, являясь коммерческой организацией и

производя листинг ценных бумаг на основании гражданско-правового договора с эмитентами, вправе самостоятельно устанавливать подобные правила листинга без ограничений.

Положительной оценки в данном контексте достойны особенности применения требований по наличию внешней оценки. Такие облигации или эмитент могут соответствовать как российским принципам и стандартам, так и международным, например, Принципам «зеленых облигаций» (GBP) или Принципам социальных облигаций (SBP), выпущенных Международной ассоциации рынков капитала (ISMA) или Международной некоммерческой организацией «Инициатива климатических облигаций» (СВИ) соответственно. Такая ориентированность на иностранных инвесторов в более благоприятных экономических обстоятельствах могла бы быть эффективна, однако на сегодняшний день подобных мер для привлечения иностранного капитала, очевидно, недостаточно в свете санкционного воздействия недружественных иностранных государств (в контексте Распоряжения Правительства Российской Федерации от 05.03.2022 № 430-р [25]), что поднимает вопрос о потребности в дополнительных правовых мерах стимулирования механизмов биржевого обращения на рынке облигаций устойчивого развития.

Относительно внебиржевого обращения таких облигаций стоит отметить, что достоверных статистических данных, позволяющих оценить его конъюнктуру, выделить невозможно, так как она формируется в частном порядке, а сделки и операции с такими финансовыми инструментами не учитываются в контексте устойчивого развития, так как их идентификация затруднительна сама по себе. Тем не менее из практики следует, что внебиржевое обращение таких облигаций существует и функционирует по общим правилам гражданского оборота. Тем не менее существует значимая дискуссия о том, могут ли такие облигации в целом называться облигациями устойчивого развития, не проходя верификационных процедур [182]. Так, на внебиржевом рынке привлекаются средства на менее масштабные проекты устойчивого развития, и к таким облигациям фактически не

применяются критерии проектов устойчивого развития, поскольку внебиржевое обращение сопряжено либо с предшествующим делистингом таких облигаций, либо с тем, что их размещение изначально проводилось по закрытой подписке. При таких обстоятельствах у эмитента облигаций отсутствует стимул соблюдать особые формальные требования для верифицируемых облигаций устойчивого развития, установленные Стандартами эмиссии ценных бумаг и актами Правительства Российской Федерации. Так образуется «серый» рынок ценных бумаг устойчивого развития, которые, с одной стороны, могут быть нацелены на достижение соответствующих целей, но, с другой стороны, на сегодняшний день не учитываются в этом качестве.

Одновременно с этим внебиржевой рынок облигаций устойчивого развития, а также биржевой рынок облигаций, нацеленных на достижение целей устойчивого развития согласно эмиссионной документации, однако не прошедших процедуру верификации и в наименовании которых отсутствует соответствующее дополнительное указание на цели устойчивого развития, обладает и своими недостатками, выявленными на практике в США.

До 6 марта 2024 года, когда Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) приняла [219] правила по улучшению и стандартизации раскрытия информации, связанной с климатом, публичными компаниями и при публичных предложениях, правила раскрытия информации о деятельности компаний и выпускаемых ими финансовых инструментах, в контексте достижения целей устойчивого развития строились на разрозненной методологии и декларативных требованиях, лишенных строгой регламентации. Потребность в такой корректировке подхода отметил Гэри Генслер, председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам. Согласно его заявлению, это поспособствует тому, что американские компании начнут более полно, достоверно и сопоставимо раскрывать информацию о климатических рисках, и иных показателях, в ознакомлении с которыми заинтересованы инвесторы. Более того, информация о климатических рисках,

следуя новым правилам, должна включаться в документы компании, подаваемые в Комиссию по ценным бумагам и биржам, такие как годовые отчеты и заявления о регистрации, хотя ранее компании могли ограничиваться раскрытием такой информации на своих официальных сайтах в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет».

В свете последних изменений, при анализе сегментов устойчивого развития Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) и Службы автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (Nasdaq), наблюдается процесс «раздвоения» ранее единого рынка, аналогичный ситуации в России: после принятия SEC новых правил раскрытия информации, биржи произвели корректировку требований по раскрытию информации, приведя их в соответствие новому стандарту. Это в итоге и привело к тому, что требования по раскрытию информации дифференцировались: эмитенты ценных бумаг, которые обращаются вне бирж, новым правилам раскрытия информации в области устойчивого развития следовать не обязаны, в то время как эмитенты облигаций, обращающихся на бирже, будут вынуждены следовать новым требованиям.

Интерес для изучения представляет также и сегментирование рынка устойчивых облигаций на Лондонской фондовой бирже (SBM), которое с 2019 года обладает следующей структурой. Устойчивый рынок облигаций SBM состоит из сегмента зеленых облигаций, сегмента социальных облигаций а также сегмента уровня эмитента (дословно – Issuer-Level Segment), который предназначается для компаний, получающих 90 и более процентов доходов от реализации «зелёных» инициатив и позволяет им размещать в этом сегменте выпуски облигаций независимо от соблюдения такими эмитентами требований для включения облигаций в сегменты зеленых или социальных облигаций.

Также в рамках SBM реализована инициатива знака «Зеленой экономики» (The Green Economy Mark), заключающаяся в универсальной добровольной маркировке (распространяющейся

на все сегменты биржи, включая долевые ценные бумаги) компаний, более 50% дохода которых зависят от продуктов и услуг, способствующих развитию глобальной «зеленой» экономики. В основу методики определения соответствующих долей (90% и 50% соответственно) заложена модель данных о «зеленых» доходах, которая была разработана FTSE Russell. Данный пример является уникальным по той причине, что демонстрирует перспективу особого сегментирования не только долговых, но и долевых ценных бумаг в ходе их биржевого обращения, что для большинства национальных рынков ценных бумаг (в том числе и для российского), на данный момент несвойственно. Представляется, что подобное выделение акций компаний, чья деятельность ориентирована на достижение целей устойчивого развития, в отдельный сегмент рынка обладало бы высоким потенциалом и в Российской Федерации, могло бы поспособствовать популяризации акций отечественных компаний, осуществляющих предпринимательскую деятельность «социальной направленности» и (или) сопряженную с «общественной пользой» [55, 139] в рамках активно развивающейся концепции социального предпринимательства.

Тем не менее присвоение соответствующей маркировки в рамках методики FTSE Russell (при установлении зависимости присвоения статуса по проценту дохода от конкретного вида деятельности) является не единственно возможным вариантом. Так, полагаем допустимым разработку и альтернативных методик маркировки, которые могут быть в том числе дифференцированными: то есть в зависимости от осуществляемого юридическим лицом вида деятельности требуемая доля дохода от конкретного вида деятельности или иного оцениваемого показателя может различаться. В свою очередь перечень таких показателей, от которых может зависеть присвоение той или иной маркировки, может быть сформирован из дополнительно адаптированных индексов и индикаторов устойчивого развития, некогда достаточно полно и системно исследованных Н.П. Тарасовой и Е.Б. Кручиной [150]. Например, может осуществляться

обособленная маркировка образовательных организаций по индикатору доли или фиксированной суммы затрат на осуществление образовательной деятельности. Аналогичный подход мог бы распространяться на различные организации здравоохранения, организации, осуществляющие строительство конкретного типа объектов, несущие расходы на содержание и эксплуатацию экологичного общественного транспорта или реализующие иные социально- и экологически-значимые проекты. Также вместо адаптации такого рода индикаторов под сопутствующие цели могут быть адаптированы уже разработанные критерии проектов (таксономия), содержащиеся в Постановлении Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587.

Сама процедура такой адаптации представляется крайне вариативной и должна исходить из системного финансово-экономического анализа рынка и всестороннего обсуждения с его участниками, при учете которых должен структурироваться правовой механизм. Формирование правопорядка в отрыве от фактических потребностей участников финансового рынка видится бессмысленным.

Также и потребность в воздействии публично-правового характера на организаторов торговли в целях организации такого секторального разграничения ценных бумаг остается неочевидной. В данном контексте более уместным видится разработка методических документов, носящих рекомендательный характер для участников финансового рынка, и, в первую очередь, для организаторов торговли, в особенности на этапе становления рыночных отношений такого рода.

Также значимым проектом, который был реализован в Великобритании и представляет интерес для настоящего исследования в контексте стимулирования развития механизмов размещения и обращения ценных бумаг устойчивого развития, является проект интеграции розничных инвесторов в рынок облигаций устойчивого развития, выпускаемых государством – Национальным сберегательным инвестиционным фондом (National Savings & Investments). При этом управление привлеченными таким

образом средствами осуществляется им совместно с Казначейством Его Величества (HM Treasury). Такие облигации, формирующие государственный долг по целевому (что немаловажно) займу на цели устойчивого развития, являются перспективным финансовым инструментом для популяризации ESG-инициатив среди займодавцев – физических лиц и юридических лиц – розничных инвесторов.

Так как, согласно статистике, и в Российской Федерации на сегодняшний день на этом рынке преобладает доля институциональных инвесторов (данная оценка признается учеными [93], крупнейшими рейтинговыми агентствами и аналитическими центрами, в том числе АКРА [175] и Expert-RA [177]), то и такой финансовый инструмент видится перспективным в рамках отечественного правопорядка. Он может быть использован для финансирования проектов, направленных на достижение целей устойчивого развития на фоне образующихся дефицитов бюджетов и сохраняющихся год к году тенденций прироста наличных денег в рублях и валюте у населения [113]. В свете того, что населению зачастую свойственен консервативный подход к выбору финансовых инструментов, а, согласно Обзору финансовых инструментов за 2024 год, подготовленному Банком России [190], общие тенденции к росту рынка облигаций федерального займа сохранялись, сопровождаемые ростом их доходности, физические лица могут отдавать предпочтение государственным облигациям устойчивого развития с более низким риском, жертвуя уровнем доходности. В свою очередь, выпуск облигаций федерального займа, направленных на достижение целей устойчивого развития в целом или на конкретные экологические или социальные проекты, при должном структурировании условий выпуска мог бы также поспособствовать укреплению доверия населения за счет предусмотрения дополнительных мер по раскрытию информации о расходах денежных средств, привлеченных из размещения таких облигаций, в сравнении с иными ОФЗ. В этом контексте было бы достаточно предусматривать по таким облигациям права инвесторов, аналогичные правам

инвесторов по корпоративным облигациям устойчивого развития, в том числе в контексте их прав на информацию, предусмотренные Законом о рынке ценных бумаг, Правилами листинга бирж и Постановлением Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587 для корпоративных облигаций.

Возвращаясь к правовому регулированию механизмов аккумуляции группы финансовых инструментов, одна из разновидностей которой была реализована на Лондонской фондовой бирже (SBM) путем маркировки отдельных организаций знаком «Зеленой экономики» (The Green Economy Mark), стоит упомянуть и о существовании иного подхода, ориентированного на формирование фондовых индексов. Такая инициатива была реализована Euronext NV, образованной в 2000 году путем слияния Амстердамской, Брюссельской и Парижской фондовых бирж (30 сентября 2024 года её капитализация достигла 10,3 млрд евро).

С 2018 по 2020 год Euronext NV были разработаны индексы ESG 80 и Low Carbon 100, позволяющие инвесторам получать достоверную информацию о финансовых инструментах устойчивого развития (включая акции, облигации и деривативы) через систематизированные сведения об обязанных по ним лицам. В дополнение к этому в 2024 году был принят новый Регламент ЕС о зеленых облигациях (EuGB), который обобщил и унифицировал практику для финансовых институтов Евросоюза. Там были предусмотрены:

- проведение внешних проверок финансовой и иной отчетности организаций верификаторами из числа утвержденных организаций;
- регулярная публикация промежуточной отчетности о ходе реализации проектов, публикуемые не реже одного раза в два года;
- обособление в бухгалтерском и финансовом учете поступлений на деятельность, осуществляемую в рамках Европейской таксономии проектов.

В рамках указанных правил французской компанией Иль-де-Франс

в марте 2025 года был зарегистрирован и размещен выпуск «зеленых» облигаций на общую сумму в 1 млрд евро. Что интересно, в отношении этого выпуска компанией был зарегистрирован отдельный проспект ценных бумаг, который был одобрен AMF, хотя напрямую из законодательства Евросоюза такая обязанность эмитента не следует. На практике такой подход обладает свойством оказывать позитивное влияние на показатели как первичного рынка (размещения облигаций) так и вторичного (их обращения), в силу того, что инвесторы (благодаря отдельному документу) обретают возможность подробнее ознакомиться с политикой и отчетностью компании именно в контексте устойчивого развития.

Более «жесткая» регуляторная основа рынка зеленых облигаций представлена в Китае. Так в 2018 году Народный банк Китая (НБК) и Руководство SCRC сформировали централизованную систему верификации проектов и ценных бумаг устойчивого развития. Эта система, подвергшаяся тщательному изучению со стороны многих представителей мирового финансового рынка [210], предполагает безоговорочную предварительную сертификацию выпуска ценных бумаг уполномоченными на это агентствами, предоставление ежегодных отчетов о воздействии на окружающую среду, а также включает разработанный специфический механизм штрафов [159], в том числе за нецелевое использование привлеченных от размещения ценных бумаг денежных средств.

Последнее видится особенно интересным для целей исследования, так как иные правовые порядки подобной санкции за нарушение целевого использования ценных бумаг устойчивого развития не предусматривают: в США, Европе и России реализован механизм гражданско-правовой ответственности, представленный обязанностью эмитента осуществить досрочное погашение облигаций по требованию их держателей. Элементом публично-правового воздействия здесь выступает лишь обязанность биржи произвести делистинг ценных бумаг, нарушивших установленные международные или национальные правила таксономии

зеленых и социальных проектов, или (как в данном случае) при нецелевом расходовании денежных средств. С одной стороны, такой подход наилучшим образом сочетается с принципами гражданского оборота – ответственность за нарушение условий сделки эмитент несет перед приобретателем (держателем) ценной бумаги, но не перед государством, представляющим собой третью сторону и ни de-jure, ни de-facto не являющемся стороной правоотношения, являющегося особой формой займа. Данная ситуация совершенно аналогична ситуации, если бы заемщик, нарушивший условия договора целевого займа, заключенного не в форме выпуска облигаций, а путем заключения стандартного договора займа, помимо гражданско-правовой ответственности перед займодавцем понес бы и административную. Тем не менее подход, реализованный в Китае наилучшим образом, иллюстрирует механизм защиты «условно публичного» интереса, когда эмитент, нарушающий ESG-правила, понесет не только гражданско-правовую ответственность перед инвестором, но и административную ответственность в виде наложения на него штрафа.

При этом следует обратить особое внимание на то, что ключевой задачей при обеспечении правового регулирования размещения и особенно обращения ценных бумаг устойчивого развития во всех странах является обеспечение «чистоты» проектов устойчивого развития. На практике в разных правовых порядках встречаются разные термины, касающиеся «зеленой промывки» или «зеленого камуфляжа» («greenwashing»), однако все они представляют собой единое явление, при котором эмитент или иное лицо, обязанное по ценной бумаге, вводит инвестора или потребителя финансовых услуг в заблуждение относительно целей выпуска финансового инструмента или деятельности организации, обязанной по ценной бумаге или реализующей какой либо проект.

Именно на борьбу с этим явлением ориентированы основные меры по верификации финансовых инструментов и таксономии проектов устойчивого развития, реализованные как в Российской Федерации, так и в Европейском союзе, США и Китае. И именно из-за отсутствия единообразия в подходе

к регулированию устойчивого развития, установить прямую зависимость между уровнем требований по «верификации» выпусков ценных бумаг и уровнем капитализации рынка становится затруднительно, так как чем больше обязательных требований предъявляется к проектам устойчивого развития, тем ниже шансы на реализацию «зеленого камуфляжа», и, следовательно, сектор устойчивого развития включает в себя меньшее число активов и обладает меньшим объемом капитализации. В связи с этим прямое соотношение капитализаций этих рынков Китая, России, США, Великобритании и, например, Франции по существу нерепрезентативно, так как мы не можем достоверно определить долю организаций и финансовых инструментов, прибегающих к «зеленому камуфляжу».

В свою очередь, разница в указанных подходах не только приводит к образованию статистической погрешности при анализе эффективности правового регулирования того или иного рынка устойчивого развития, но и порождает трудности в развитии трансграничных рынков ценных бумаг устойчивого развития в той же степени, в которой разнятся сами подходы к верификации таких проектов в разрезе правовых порядков различных государств.

Особое внимание в данном контексте также следует обратить на то, что в мировой и отечественной практике существенное внимание уделено правовому регулированию обращения облигаций устойчивого развития, однако развитие правового регулирования обращения иных ценных бумаг устойчивого развития практически не изучено, а ограничено лишь маркировкой или созданием индексов в отношении акционерных обществ, что оказывает прямое влияние на обращение акций, которые в контексте такой маркировки или включения в индекс также рассматриваются нами в качестве ценных бумаг устойчивого развития. В то же время изученные механизмы обладают высоким потенциалом для их распространения и на иные ценные бумаги (например, паи паевых инвестиционных фондов, клиринговые сертификаты участия и цифровые свидетельства). В отношении них также может осуществляться маркировка имущественного пула, или

реализовываться формирование биржевого индекса.

В Российской Федерации схожие с европейскими меры индексирования были реализованы рядом организаций: Российским союзом промышленников и предпринимателей, Московской Биржей, Аналитическим кредитным рейтинговым агентством (АКРА) а также другими агентствами. Так, на сегодняшний день на отечественном рынке представлены:

- Индекс корпоративной устойчивости (АКРА);
- ESG-рэнкинг российских компаний (RAEX-Europe);
- ESG-рэнкинг эмитентов нефинансового сектора (НРА);
- ESG-рэнкинг публичных финансовых компаний (НРА);
- Рейтинг ESG (АК&М);
- Рейтинг отчетности ESG (АК&М);
- Рейтинг социальной эффективности (АК&М);
- Рэнкинг ESG-прозрачности российских компаний и банков (Эксперт РА).

Также многие агентства готовят отраслевые рэнкинги, по таким секторам, как «Агропромышленный комплекс», «Банки и финансы» [39], «Генерирующие компании», «Связь и коммуникации», «Машиностроение» «Нефте- и газодобыча» и т.д.

Отсутствие ограничений в методологических подходах к формированию таких рейтингов, рэнкингов или индексов позволяет рейтинговым агентствам, биржам и иным организациям быстро реагировать на изменяющиеся рыночные потребности, корректировать и актуализировать подходы к рейтингованию. В то же время компании нередко предоставляют для целей рейтингования не все или неполные данные, бухгалтерскую и финансовую отчетность, тем самым вводя в заблуждение не только организации, которые их формируют, но и конечных потребителей таких рэнкингов и индексов — институциональных и розничных инвесторов, руководствующихся данной информацией при совершении сделок на рынке ценных бумаг.

В то же время законом не предусматривается гражданско-правовая ответственность эмитента за причинение убытков инвестору и (или) владельцу ценных бумаг вследствие предоставления им недостоверной, неполной или вводящей в заблуждение информации третьему лицу, которое осуществляет подготовку ранее упомянутых рэнкингов, рейтингов и индексов. Пункт 1.1. статьи 51 Закона о рынке ценных бумаг предусматривает ответственность исключительно за убытки причиненные им инвестору и (или) владельцу ценных бумаг вследствие прямого раскрытия или предоставления информации (в том числе содержащейся в проспекте ценных бумаг). Более того, указанная статья неразрывно связывает наступление ответственности с причинением убытков, однако само по себе предоставление недостоверной информации ESG-спектра убытков инвесторам может не принести. В таких обстоятельствах гражданско-правовая ответственность для недобросовестного эмитента (иного лица, обязанного по ценным бумагам) не наступит, что, на наш взгляд, является серьезным упущением.

В связи с этим для целей стимулирования роста качества формируемых независимыми организациями информационных материалов, оказывающих влияние на принимаемые инвесторами решения, возникновение гражданско-правовой ответственности должно быть распространено на ситуации умышленного предоставления соответствующей недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации третьим лицам, повлекшее дальнейшее распространение такой информации среди заинтересованных в ней лиц. Более того, для обеспечения полноты защиты интересов инвесторов, следует дополнить прямую зависимость наступления ответственности от причинения убытков только инвестору наступлением ответственности за причинение убытков в целом. Так как непосредственный ущерб инвестору в результате предоставления недостоверной информации ESG-спектра третьему лицу почти наверняка не может быть нанесен, такой реальный ущерб и упущенная выгода должны рассматриваться в контексте «условно публичных интересов».

Тем не менее такой подход предполагает обязательную разработку особой методики конвертации реального ущерба и упущенной выгоды из «ESG-формата» в денежный эквивалент, который мог бы быть пропорционально разделен между всеми инвесторами, которым был причинен такой особый тип убытков. Данная задача является нетривиальной, так как обеспечение точности и четкости параметров устойчивого развития является предметом обсуждения всех ученых мира, изучающих вопросы устойчивого развития, либо смежные с ними. Какова цена «невыброса» одной тонны CO<sub>2</sub>-эквивалента? Как она индексируется? Вот те вопросы, которые неизбежно должны быть подняты при разработке соответствующей методики.

Задача расчета данных параметров носит исключительно финансово-экономический характер и не является целью настоящего исследования. На наш взгляд, de-jure установление абсолютно любого, даже минимального эквивалента стоимости «отказа от выброса» конкретной расчетной единицы (например, упомянутой тонны CO<sub>2</sub>-эквивалента), уже будет способно оказать благоприятное воздействие на механизм регулирования рынка ценных бумаг устойчивого развития, так как установит дополнительную гражданско-правовую ответственность эмитента (лица, обязанного по ценным бумагам) перед инвесторами, в результате фактического предоставления им через третье лицо (занимающееся подготовкой рейтингов, рэнкингов и индексов в контексте повестки устойчивого развития) недостоверной информации.

В рамках рассматриваемого вопроса особо нужно рассмотреть стимулирование трансграничного обращения ценных бумаг устойчивого развития. В данном контексте, в первую очередь, следует обратить внимание на существующие и проектируемые механизмы трансграничного размещения и обращения ценных бумаг, а уже позднее подробнее рассмотреть специфику, касающуюся совершения трансграничных сделок с ценными бумагами устойчивого развития.

**П р и м е ч а н и е** – Пунктами 1 и 2 статьи 51.1 Закона о рынке ценных бумаг установлен исчерпывающий перечень эмитентов и иностранных финансовых инструментов, которые могут быть допущены к размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации (на основании членства в поименованных международных организациях, заключенного соглашения или иного основания). При этом порядок допуска Банком России ценных бумаг иностранных эмитентов к размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации установлен Указанием Центрального Банка Российской Федерации от 29 сентября 2021 г. № 5951-У «О порядке допуска Банком России ценных бумаг иностранных эмитентов к размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации и порядке регистрации Банком России проспектов ценных бумаг иностранных эмитентов».

В связи с вышеизложенным правовой механизм реализации нижеописанных предложений также должен соответствовать требованиям статьи 51.1 Закона о рынке ценных бумаг и развиваться в рамках членства в перечисленных международных организациях (ОЭСР, ФАТФ и (или) Манивэл, и (или) ЕАЭС), соглашений, заключенных Банком России и (или) международных договоров).

Так, 31.01.2025 на базе Евразийского экономического союза было заключено «Соглашение о трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах в государствах – членах Евразийского экономического союза» (далее – Соглашение о трансграничном допуске к размещению и обращению в ЕАЭС [38]), которое на данный момент уже ратифицировано (Федеральный закон от 07.07.2025 № 187-ФЗ «О ратификации Соглашения о трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах в государствах – членах Евразийского экономического союза»). Данная инициатива в целом преследует основной целью формирование общего финансового рынка государств – членов ЕАЭС и предполагает, что биржи (организаторы торговли), зарегистрированные на территории каждого из государств-членов ЕАЭС, присоединившихся к этому соглашению, должны обеспечивать иностранным эмитентам, соответствующим установленным требованиям, условия допуска к размещению (параллельному размещению) не менее благоприятные, чем условия, предъявляемые для допуска ценных бумаг, зарегистрированных в государстве-члене, в котором зарегистрирована соответствующая биржа (организатор торговли).

**П р и м е ч а н и е** – В соответствии с Соглашением о трансграничном допуске к размещению и обращению в ЕАЭС, под параллельным размещением следует понимать

«одновременное размещение ценных бумаг на 2 (двух) и более биржах (организаторах торговли) различных государств-членов.

При этом подобный инновационный правовой механизм хотя и обладает высоким потенциалом, однако все же требует всесторонней проработки не только в контексте устойчивого развития, но и в рамках базового правового регулирования размещения и обращения ценных бумаг в целом. В частности, неясным остается то, каким образом предполагается реализовывать «параллельное размещение» на разных биржах (организаторах торговли) и их последующее обращение в условиях разрозненной финансовой инфраструктуры. Так, сделки по приобретению ценных бумаг их первыми владельцами могут осуществляться в пределах того количества ценных бумаг и с той их номинальной стоимостью, которая предусмотрена в правоустанавливающих документах (применительно к эмиссионным ценным бумагам, в отношении которых и заключено упомянутое соглашение – решение о размещении, решение о выпуске, документе содержащем условия размещения и (или) проспекте ценных бумаг (в отдельных юрисдикциях — проспекте эмиссии)). Таким образом, количество ценных бумаг, которые могут отчуждаться, строго ограничено, а при «параллельном размещении» возникают сопутствующие правовые риски, что количество ценных бумаг, отчужденных первым владельцам на двух и более биржах (организаторах торговли) государств – членов ЕАЭС не будет соответствовать их общему установленному количеству в силу того, что системы учета бирж не унифицированы). Также следует учитывать трудности с валютным регулированием. Так, к примеру, номинальная стоимость облигаций, согласно Закону о рынке ценных бумаг, может быть выражена в иностранной валюте или ином активе (как правило, в драгоценных металлах – существуют облигации с золотым номиналом [200]). Тем не менее оплата такой ценной бумаги, приобретаемой в ходе совершения сделки, может осуществляться исключительно в рублях (в случае с Российской Федерацией) или, соответственно, в иной иностранной валюте того государства, в котором

зарегистрирован и размещается такой выпуск ценных бумаг. Согласно российскому законодательству, условия размещения по подписке ценных бумаг должны включать в себя условия, порядок и срок оплаты ценных бумаг. На сегодняшний день в случае, если оплата ценных бумаг осуществляется денежными средствами, под такими денежными средствами понимаются именно рубли. Однако в ситуации, когда размещение предполагается осуществлять на одной или нескольких иностранных биржах, условия размещения должны предполагать возможности соответствующей оплаты. При этом практики включения в условия размещения дифференцированных условий оплаты (в каждой стране, где происходит размещение, оплата по сделке производится в национальной валюте государства, в котором зарегистрирована биржа (организатор торговли)) на сегодняшний день широко не представлены, а в теории вопрос не изучался в достаточной степени.

Иной, более специфичной проблемой, располагающейся в плоскости перспектив размещения и обращения на основании Соглашения о трансграничном допуске к размещению и обращению в ЕАЭС ценных бумаг именно устойчивого развития, является неопределенность статуса результатов верификации каждого отдельно взятого выпуска ценных бумаг устойчивого развития за пределами правового регулирования национального финансового рынка в отсутствии универсальных критериев верификации или взаимного признания результатов верификации, осуществленной в государстве, в котором зарегистрирован выпуск ценных бумаг. Так, на сегодняшний день даже в случае ратификации упомянутого соглашения трансграничное размещение и обращение ценных бумаг устойчивого развития не может быть реализовано в нынешней редакции, так как, выходя за пределы национальных бирж, выпуск ценных бумаг фактически утрачивает статус «верифицированного».

Данная особенность может быть оценена двояко: с одной стороны, эмитент может изначально формировать права по ценным бумагам, руководствуясь конкретным иностранным рынком ценных бумаг, и исходить

из их методик верификации и их национальной таксономии проектов. С другой стороны, целесообразность такого подхода должна быть поставлена под сомнение в силу того, что по своему смыслу верификация должна осуществляться не относительно конкретного выпуска ценных бумаг, которые сами по себе не являются проектом устойчивого развития, а лишь играют роль привлечения финансирования такого проекта, а в отношении проекта который в результате привлечения денежных средств будет реализован. Таким образом, с точки зрения лица, привлекающего инвестиции, и государства, в чьей юрисдикции это лицо находится, логично заявлять, что относимость выпуска ценных бумаг к ценным бумагам устойчивого развития должна осуществляться не применительно к законодательству того государства, в рамках которого регистрируется выпуск ценных бумаг, а применительно к законодательству того государства, в котором планируется реализовать проект «устойчивого развития» за счет привлеченного финансирования. В то же время окончательное решение о том, соответствует ли инструмент целям «устойчивого развития» с точки зрения гражданского оборота принимается инвестором, приобретающим облигацию устойчивого развития в ходе его размещения, а оттого столь же логично будет заявлять о необходимости верификации финансового инструмента по правилам того государства, в чьей юрисдикции находится биржа (организатор торговли), на котором происходит размещение. Именно эта дихотомическая проблема и формирует потребность в унификации критериев проектов устойчивого развития.

Как представляется, организация единой верификационной структуры в рамках ЕАЭС позволила бы решить вышеперечисленные проблемы и значительно снизить потенциальные риски, унифицировать подходы к таксономии проектов. В частности, такую таксономию даже не обязательно имплементировать в национальное законодательство государств-членов, она может служить альтернативой, применяемой лишь в тех случаях, когда размещение и обращение ценных бумаг осуществляется на двух и более

биржах, зарегистрированных в разных государствах – членах ЕАЭС. Этот же подход позволил бы имплементировать в интегрированный финансовый рынок лучшие европейские практики устойчивого развития: формировать обособленные индексы ценных бумаг ЕАЭС и их эмитентов, осуществлять маркировку ЕАЭС, реализовывать секторальное и сегментарное обособление в пределах ЕАЭС.

Наиболее целесообразным способом создания такой структуры видится заключение соглашения о формировании единого перечня независимых организаций, наделенных правом производить верификацию ценных бумаг, выходящих на трансграничное размещение и обращение в рамках ЕАЭС, из числа тех организаций, которые на данный момент уже осуществляют такую верификацию в национальных масштабах.

Однако помимо прямого трансграничного обращения ценных бумаг устойчивого развития (путем прямого листинга на иностранных биржах), следует упомянуть и такой финансовый инструмент, как депозитарные расписки (в России – Российские депозитарные расписки (РДР)). С сутью данного финансового инструмента проще всего ознакомиться через его исторический генезис, который на сегодняшний день уже разносторонне изучен [157]. Первые депозитарные расписки (Американские депозитарные расписки) были выпущены в 1927 году на фоне перехода Великобритании и США к протекционистской политике и планомерного ограничения свободного обращения иностранных ценных бумаг, а также их вывоза. Потребность в диверсификации активов тогда побудила инвесторов разработать правовой механизм, позволяющий обойти соответствующие ограничения. Так, при участии банка Morgan Guaranty и ряда депозитариев Великобритании были выпущены американские депозитарные расписки, которые размещались и обращались на Нью-Йоркской бирже и удовлетворяли права держателей – американских инвесторов на акции сети универмагов Selfridges, находящейся в Великобритании. Назначение этого финансового инструмента остается прежним и по сей день, и смысл, например, Российской

депозитарной расписки, заключается в том, что она выпускается депозитарием (созданным в соответствии с российским законодательством и отвечающим ряду требований [28], список таких организаций ранее публиковался Банком России) и удовлетворяет право собственности на определенное количество ценных бумаг иностранного эмитента. При этом в Законе о рынке ценных бумаг содержится косвенное ограничение: такими ценными бумагами могут быть только акции или облигации (напрямую), либо (косвенно) ценные бумаги иностранного эмитента, удовлетворяющие права в отношении акций или облигаций иностранного эмитента. Следовательно, для привлечения финансирования на проекты устойчивого развития, реализуемые в Российской Федерации указанный механизм требует выпуска глобальных депозитарных расписок или депозитарных расписок в других государствах, что в рамках многих правопорядков видится малоперспективным в свете последних тенденций, сопряженных с недружественными действиями иностранных государств.

Так, из приведенного описания следует, что депозитарная расписка по своему содержанию является деривативом (производным финансовым инструментом), но формально в России и большинстве других стран определяется, как «эмиссионная ценная бумага», так как процесс эмиссии позволяет наилучшим образом осуществлять контроль за допуском иностранных компаний на национальные финансовые рынки. Типология депозитарных расписок может основываться на характеристиках ценных бумаг, права на которые они удовлетворяют (выпускаются они на акции, на облигации или на ценные бумаги, удовлетворяющие права на акции или облигации соответственно), а также на рынке, относительно которого они выпускаются и обращаются (например, американские, европейские, российские или глобальные, обращающиеся в нескольких юрисдикциях). Однако данные черты не обрели нормативного закрепления в Российской Федерации, потребность в этом отсутствовала в силу того, что выпуск депозитарных расписок всегда осуществляется в рамках правопорядка

той страны, где они размещаются независимо от того, права на какие ценные бумаги они удовлетворяют. Также в законодательстве Российской Федерации не были урегулированы программы депозитарных расписок в том смысле, в котором такое регулирование сформировано, например, в США, хотя фактически мировой финансовый рынок и придерживается комплексного подхода, выражающегося через «программы депозитарных расписок», которые включают в себя всю совокупность депозитарных расписок, выпускаемых иностранными эмитентами разных юрисдикций относительно одного и того же базового актива либо при участии эмитента базового актива и с его поддержкой (спонсируемые депозитарные расписки разных уровней), либо без таковых, согласно частной инициативе эмитента депозитарных расписок (неподтвержденные депозитарные расписки).

В Российской Федерации в её взаимосвязи с мировым финансовым рынком практика выпуска депозитарных расписок на акции была распространена весьма обширно вплоть до 2022 года, когда на фоне недружественных действий иностранных государств был принят Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации», который ввел запрет на обращение депозитарных расписок на акции российских компаний (зарегистрированных в России) за рубежом. Зеркальная ситуация сложилась в отношении выпуска и обращения в Российской Федерации депозитарных расписок на акции большинства иностранных компаний, что повлекло за собой формирование комплексной модели правового регулирования, нацеленного на противодействие санкционному воздействию, — конвертации депозитарных расписок в ценные бумаги, права на которые они удовлетворяли, в обход иностранной финансовой инфраструктуры, дальнейшее развитие механизмов редомициляции и инкорпорации российских компаний, зарегистрированных за рубежом (акции которых ранее зачастую торговались в России в виде российских депозитарных расписок, например, Ros Agro, Cian, X5 Retail Group (EMC),

OZON).

Однако поэтапное возрождение практики выпуска депозитарных расписок на российские ценные бумаги, в том числе устойчивого развития, все ещё видится возможным при выходе российских эмитентов на рынки ценных бумаг дружественных иностранных государств. Данный механизм в контексте устойчивого развития обладает неоспоримым преимуществом — отсутствием потребности в безусловном сближении механизмов верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации и государстве, в котором выпускается депозитарная расписка на российский инструмент финансирования устойчивого развития. Тем не менее экономическая эффективность данного подхода также требует дополнительной оценки, так как включение такого финансового инструмента в соответствующий Сектор устойчивого развития иностранного организатора торговли зависит от установленных им правил.

Также сдерживающим фактором выступает и то, что практика выпуска депозитарных расписок на облигации (которые занимают наибольшую долю на рынке ценных бумаг устойчивого развития), изначально была распространена в меньшей мере в связи с популярностью привлечения заемных средств на глобальном финансовом рынке с использованием альтернативных механизмов — выпуска еврооблигаций (eurobond). Однако именно в контексте устойчивого развития еврооблигации не наделены упомянутым преимуществом депозитарных расписок (возможностью верификации только «базового» актива).

**П р и м е ч а н и е** – Подходы к пониманию природы еврооблигации разнятся. Однако для российской практики было свойственно понимать под еврооблигациями долговые ценные бумаги, выпускаемые дочерними обществами (special purpose vehicle – специально созданная компания) для привлечения денежных средств на иностранном финансовом рынке через размещение облигаций номинированных в иностранной валюте (как правило, долларах или евро), обеспеченных гарантией материнского общества. После окончания размещения облигаций, между SPV и материнской компанией-гарантом заключался договор займа на сумму, вырученную от размещения облигаций, проценты по которому, как правило, были соразмерны процентам купонного дохода по выпущенным облигациям и учетом налогообложения. Данный подход отчасти отличается от подходов, свойственных зарубежным исследователям, которые

делают упор на свободной структуризации долга во взаимосвязи суверенного законодательства государства, где выпускаются облигации и нормами международного права [167].

**Таким образом,** рассмотрение всех вышеперечисленных отечественных и мировых практик в области оптимизации правового регулирования обращения ценных бумаг устойчивого развития позволяет выделить наиболее перспективные пути решения возникающих проблем.

В частности, проблема «зеленого камуфляжа» («greenwashing») является глобальной и встречает противодействие разной степени в каждом из рассмотренных правовых порядков (в России, Китае, США, Великобритании, Франции). Наиболее популярной мерой борьбы с этой тенденцией, заключающейся в ложном отождествлении отдельных проектов и финансовых инструментов с достижением целей устойчивого развития, является внедрение многоуровневой системы проверки, которая осуществляется государственными или независимыми организациями в рамках национальной или международной таксономии экологических и (или) социальных и иных проектов устойчивого развития.

Тем не менее не последнюю роль в комплексном подходе выявления «зеленого камуфляжа» имеет и развитие практик раскрытия специализированной информации о показателях устойчивого развития лица, обязанного по ценной бумаге. Так, как показывает международный опыт, эффективной мерой для стимулирования размещения и обращения облигаций устойчивого развития могут служить формирование специальных фондовых индексов, рэнкингов и рейтингов, разносторонние подходы к многоуровневому раскрытию информации, например, регистрация отдельного проспекта облигаций, включающего в себя более полную информацию о ключевых показателях устойчивого развития эмитента. Повсеместное внедрение такой практики подготовки отдельных проспектов ценных бумаг устойчивого развития могло бы положительно сказаться на уровне доступа инвесторов к достоверной информации. Имплементация

таких требований в качестве обязательных условий для осуществления размещения ценных бумаг устойчивого развития могла бы способствовать становлению прозрачного рынка ценных бумаг устойчивого развития как на этапе возникновения прав на них, так и при их дальнейшем обращении.

В связи с установленной неразвитостью рынка долевых ценных бумаг устойчивого развития особое внимание также должно уделяться не только правовому регулированию облигаций устойчивого развития (условиям их выпуска, правам, предоставляемым их держателям), но и комплексным сведениям об обязанных по ним лицам, которые аналогичным образом могут принимать различные формы: включение их в рейтинги, рэнкинги, индексы, присвоение им особых пометок на биржах, включение в обособленные сектора и (или) сегменты рынка. Представляется, что все эти формы должны реализовываться на рынке ценных бумаг комплексно и в системной взаимосвязи. Каждый из перечисленных механизмов, при условии определенной адаптации к региональной и национальной специфике, является по-своему эффективным и может способствовать в принятии инвесторами решений о приобретении или отчуждении ценных бумаг устойчивого развития. В Российской Федерации уже реализована подготовка индексов, рейтингов и рэнкингов независимыми аналитическими агентствами. Тем не менее развитие обособленных секторов и сегментов рынка на сегодняшний день видится неполным. Так, на российских биржах не представлен сектор или сегмент, в котором торгуются ценные бумаги юридических лиц, определенная доля доходов (выручки) которых (например более 50% или более 90%, по аналогии с Лондонской фондовой биржей или 70, 50 и 30% соответственно (в зависимости от условий) по аналогии с Шэньчженьской и Шанхайской фондовыми биржами) зависит от продуктов и услуг, способствующих устойчивому развитию. Аналогичным образом не реализована «маркировка» таких юридических лиц, хотя данные механизмы представляются перспективными и могут быть репрезентативны для широкого круга потенциальных инвесторов.

Также в дальнейшем развитии нуждается трансграничное обращение ценных бумаг устойчивого развития. Существовавшие ранее обширные возможности выпуска депозитарных расписок и структурирование выпусков еврооблигаций в свете дпящегося санкционного воздействия недружественных иностранных государств, а также вводимых ответных временных мер ограничивают перспективы развития и соответствующей области рынка ценных бумаг устойчивого развития [117, 147]. К тому же сами по себе облигации в разрезе таксономии проектов устойчивого развития не адаптированы к трансграничному обращению и остро нуждаются в формировании единых верификационных требований на базе организаций, наиболее предрасположенных к формированию единого финансово-экономического пространства в нынешних условиях. Особенно перспективным видится сотрудничество между странами ЕАЭС в рамках Соглашения о трансграничном допуске к размещению и обращению в ЕАЭС. Однако его применимость к рынку ценных бумаг устойчивого развития также требует обозначенной адаптации — создания единых верификационных механизмов или безусловного взаимного признания результатов верификации в рамках национальных таксономий проектов. Разработка таких мер послужит не только решением локальной проблемы, но и станет моделью, по которой в дальнейшем может быть решена проблема «зеленой» верификации еврооблигаций и депозитарных расписок.

Применительно ко всем перечисленным аспектам дополнительно следует указать на то, что рынок обращения ценных бумаг устойчивого развития на сегодняшний день обладает исключительной концентрацией именно долговых ценных бумаг (облигаций), целевых и нецелевых. В то же время всё прочее обилие финансовых инструментов, которые также изучались в рамках настоящего исследования в контексте достижения с их помощью целей устойчивого развития, аналогичным образом практически не исследованы, а аналитика по ним не представляется, притом что аналогичные рейтинги, рэнкинги и индексы могут формироваться

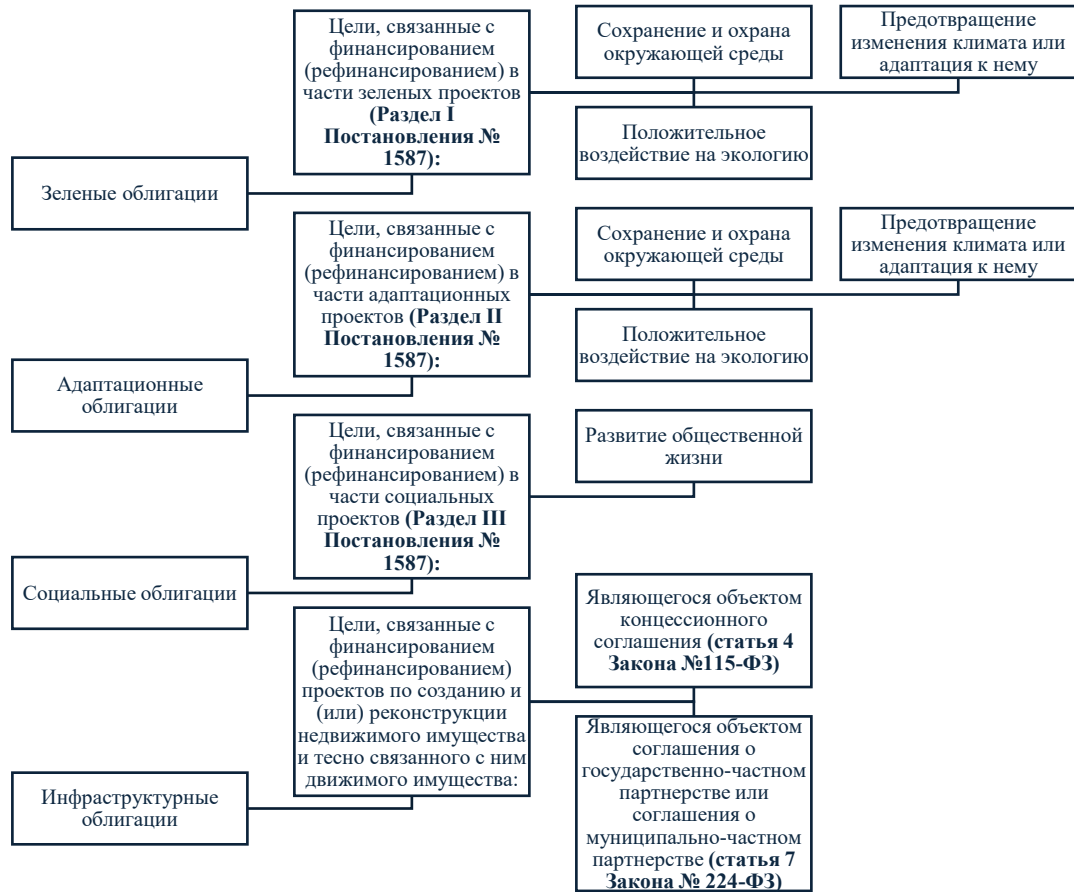
не только относительно акций и облигаций, а также их эмитентов, но и относительно лиц, обязанных по инвестиционным паям, цифровым свидетельствам, клиринговым сертификатам участия, выпускаемым ради привлечения финансирования на цели устойчивого развития. В то же время ни отечественная ни зарубежная практика не располагает достаточным количеством релевантных примеров такого рода, что в перспективе способно образовать как на глобальном, так и на национальном рынках ценных бумаг устойчивого развития такую же область «зеленого камуфляжа», который не встречает противодействия на финансовом рынке в контексте иных видов финансовых инструментов, помимо облигаций и акций.

В то же время рыночный характер указанных правовых механизмов делает публично-правовые методы воздействия на участников рынка ценных бумаг малоперспективными. Составление сопутствующих рейтингов, рэнкингов, образование сегментов и секторов неразрывно связывается со степенью развитости гражданского оборота в рамках конкретных описанных общественных отношений. Таким образом, само по себе стимулирование развития рынка ценных бумаг устойчивого развития, помимо акций и облигаций, уже будет стимулировать рейтинговые агентства, организаторов торговли и иных профессиональных участников, прибегать к частному стимулированию обращения этих «новых» видов ценных бумаг устойчивого развития. В связи с этим ключевой задачей Российской Федерации, а также дружественных стран видится не стимуляция обращения ценных бумаг устойчивого развития в пределах национального финансового рынка, а создание условий для их трансграничного обращения.

Тем не менее фактические итоговые параметры таких мер должны разрабатываться государствами и участниками их национальных финансовых рынков системно и совместно, чтобы удовлетворять наиболее значимым национальным и частным интересам при соблюдении государственного суверенитета. Избирать оптимальные пути формирования правового регулирования [117] и учитывать современные трудности образования единой

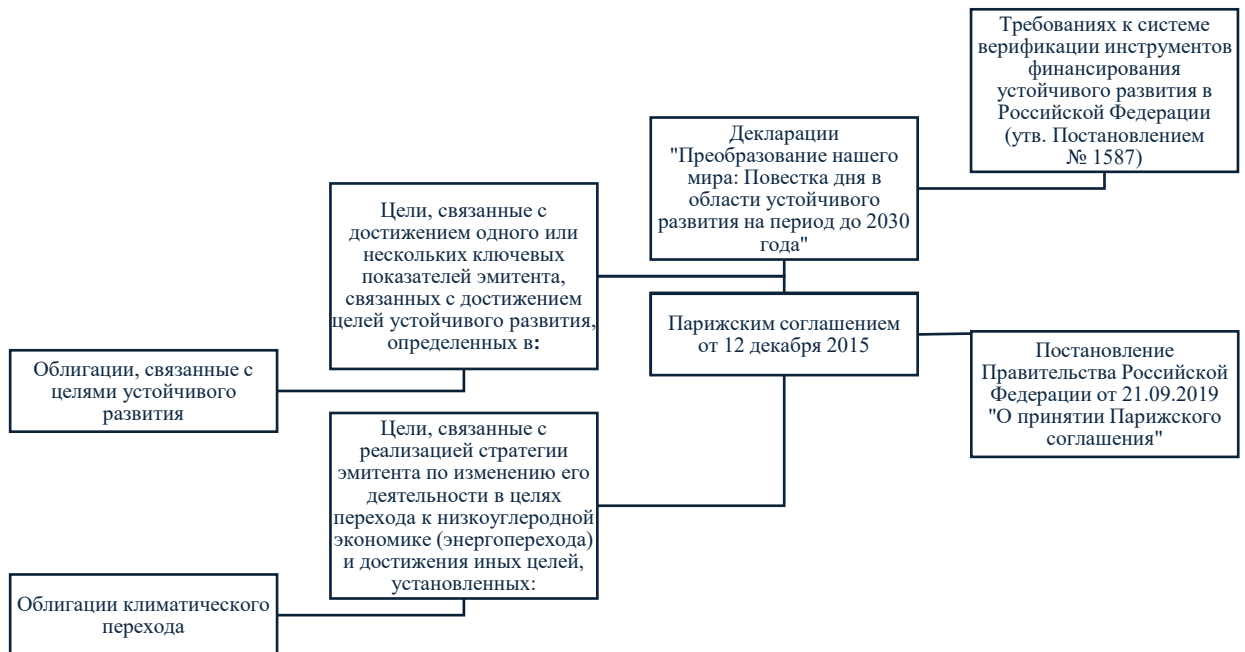
финансовой инфраструктуры.

**Так, подводя общие итоги второй главы диссертационного исследования,** следует отметить, что при привлечении инвестиций на цели устойчивого развития с использованием рассмотренных механизмов долговых ценных бумаг следует основываться на конкретных потребностях структуры решения о выпуске конкретного типа облигаций, исходя из проиллюстрированных материалов, приведенных в таблицах 6–7 и на рисунке 7, а также отдельных примечаниях к ним; исходить из привлечения денежных средств на конкретные проекты (целевые облигации) или на достижение показателей хозяйственной деятельности эмитента (облигации климатического перехода; облигации, связанные с достижением целей устойчивого развития). Подробное рассмотрение ключевых требований к содержанию решений о выпуске таких типов облигаций, приводимых в Стандартах эмиссии ценных бумаг, позволяет эффективным образом соотносить потребности заемщиков с интересами инвесторов, для чего также валидны схемы, представленные на рисунках 8 и 9, которые могут поспособствовать принятию решения о том, эмиссия какого из доступных в рамках российского правового порядка долговых финансовых инструментов поспособствует достижению целей, поставленных перед эмитентом в сфере устойчивого развития.



Источник: составлено автором.

Рисунок 8 – Схема привлечения денежных средств с использованием поименованных целевых облигаций сектора устойчивого развития (по потребностям заемщиков)



Источник: составлено автором.

Рисунок 9 – Схема привлечения денежных средств с использованием поименованных нецелевых облигаций сектора устойчивого развития (по потребностям заемщиков)

Также необходимо выделить одну из общих проблем, отбрасывающих тень на достижение целей устойчивого развития как на рынке долевого, так и на рынке долговых эмиссионных ценных бумаг, а именно сохранение высокой доли бумажного документооборота между эмитентами ценных бумаг, регистрирующими организациями и Банком России.

По данным за 2021 год, согласно исследованию Высшей школы экономики [62], Россия заняла 36-е место по индексу развития электронного правительства. Из указанного материала также следует, что более половины от общего числа организаций (66,2%) в 2021 году использовали интернет для взаимодействия с органами государственной власти и местного самоуправления. В мае 2020 года вступила в силу новая редакция Стандартов эмиссии ценных бумаг, которая впервые закрепила способы подтверждения регистрации выпусков ценных бумаг в электронном виде. А взаимодействие эмитентов с регистрирующими организациями, в свою очередь, осуществляется на договорной основе, в связи с чем стороны вправе определять электронные способы взаимодействия в качестве приоритетных в частном порядке.

Тем не менее, несмотря на общую положительную динамику, согласно Годовому отчету Банка России за 2023 год [180], в 2023 году доля электронных действий, связанных с эмиссией ценных бумаг лишь у финансовых организаций достигла 96,4%, тогда как соответствующая доля электронных действий в отношении нефинансовых организаций составила немногим более 1/3 (37,33%). На сегодняшний день затруднительно однозначно установить аналогичные данные в отношении взаимодействия эмитентов с регистрирующими организациями. Однако, если руководствоваться предположением, что общая конъюнктура такого взаимодействия схожа, можно сделать вывод о том, что доля бумажного документооборота, сохраняемая в сфере эмиссии ценных бумаг, на сегодняшний день необоснованно велика, в связи с чем необходимо проводить соответствующие мероприятия, популяризирующие электронное взаимодействие, и рассмотреть

возможность внесения изменений в действующее законодательство, направленных на организацию обязательного, а не факультативного электронного взаимодействия как минимум между эмитентами ценных бумаг и Банком России.

Тем не менее перенос такого подхода в сферу организации взаимодействия между эмитентами ценных бумаг и регистрирующими организациями представляется противоправным, так как посягает на фундаментальные принципы гражданского права — свободу договора и право сторон самостоятельно определять способы взаимодействия (пункт 4 статьи 421 ГК РФ).

Относительно оптимизации правового регулирования акций, выпуск которых может быть прямо или косвенно ориентирован на достижение целей устойчивого развития, стоит отметить следующее: в работе выделяется проблема неопределенного статуса акций в форме цифровых финансовых активов. Их правовое положение сохраняет необоснованную двусмысленность, когда акции, не являясь ни документарными ни бездокументарными ценными бумагами, учитываясь совершенно особым образом и являя собой цифровые права, удостоверяют права корпоративные, что не соотносится ни с юридическим содержанием понятия «акция», закрепленным в ГК РФ и Законе о рынке ценных бумаг, ни с правовой природой такой организационно-правовой формы юридического лица, как акционерное общество (поскольку такое акционерное общество, чей уставный капитал составляют акции в форме цифровых финансовых активов, не обладает ни юридической ни фактической возможностью обрести публичный статус). Данная проблема может быть решена исключительно комплексной гармонизацией гражданского законодательства: ГК РФ, Закона об акционерных обществах, Закона о рынке ценных бумаг и Закона № 259-ФЗ, учитывающей выявленные в настоящей работе противоречия.

Также следует вновь отметить потребность в переоценке требований

законодательства в части предельного порога совокупной номинальной стоимости привилегированных акций от общего размера уставного капитала (25%), который на сегодняшний день делает куда более затруднительными механизмы временного перераспределения контроля в корпорации. Так, несмотря на то, что указанный механизм призван обеспечить должный уровень защиты прав акционеров, он в то же время значительно ограничивает их автономию воли (преимущественно касаясь непубличных акционерных обществ) и не обуславливается фактической потребностью, в связи с чем представляется целесообразным оценить перспективу внесения соответствующих изменений в пункт 2 статьи 25 Закона об акционерных обществах.

Относительно правового механизма выпуска долевых ценных бумаг на искусство в Российской Федерации следует повторно отметить, что предоставление возможности вновь включать в состав активов инвестиционных фондов (как акционерных, так и паевых) художественных ценностей вполне способно в будущем принести положительный результат и стимулировать рынок художественных ценностей в Российской Федерации к развитию. Полное исключение такой возможности, существовавшей ранее, вместо доработки соответствующего правового порядка хотя и было оправдано экономически, но фактически лишило отечественный рынок ценных бумаг перспективного финансового инструмента, набирающего мировую популярность. Указанная проблема может быть решена посредством внесения изменений в Указание ЦБ № 4129-У, предусматривающее возвращение отдельных аспектов правового регулирования, некогда установленного Приказом ФСФР № 10-79/пз-н, с учетом их актуализации под современные потребности участников финансового рынка.

## Глава 3

### **Реализация законодательных положений, направленных на развитие рынка ценных бумаг для достижения целей устойчивого развития Российской Федерации.**

#### **3.1 Правовое обеспечение баланса интересов инвесторов и лиц, обязанных по ценным бумагам, направленным на достижение целей устойчивого развития**

Ещё Р. Иеринг в своих трудах «Интерес и право» и «Цель в праве» отмечал, что цель права заключается в обеспечении равновесия интересов в обществе. Также он писал: «Закон опирается на эгоизм, если последний достаточно пронизателен, что в состоянии распознать в охраняемых законом целях общества свои цели» [83]. Однако со времен Р. Иеринга и его современников до наших дней наука права преодолела значительный путь, а оттого и сущность юридической категории «баланс интересов» ученые-правоведы оценивают по-разному.

Например, по мнению В.А. Мальцева, баланс интересов представляет собой «узаконенное справедливое (с учетом приоритетов) соотношение конституционно-гарантированных прав и обязанностей сторон» [132]. И хотя данная дефиниция указывает на в общем-то универсальное свойство баланса интересов, которое проявляется в равновесности прав и обязанностей, точное сопоставление указанного подхода с балансом интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития видится не вполне подходящим. Представляющим интерес в данном контексте видится и воззрение на юридическую категорию «баланс интересов» А.Ф. Пьянковой, которая подразумевает под ним «такое состояние правоотношения, в котором права и обязанности сторон соразмерны, и стороны имеют равные возможности для реализации своих законных интересов» [96]. Однако из указанных определений невозможно

точно выявить критерии, на основании которых делается вывод о равновесности прав, обязанностей и возможностей сторон по реализации их законных интересов. Такие дефиниции видятся базисными, и при принятии их за основу возможно определить содержание «баланса интересов» применительно к конкретному правоотношению. Также А.Ф. Пенькова предложила дифференцировать особенности содержания баланса интересов в зависимости от правоотношений по классификации договоров, в зависимости от результата (направленности результата), которая была разработана М.И. Брагинским и В.В. Витрянским и предполагала наличие четырех групп договорных конструкций: договоры направленные на передачу имущества, на выполнение работ, на оказание услуг и на учреждение различных образований. Тем не менее, на наш взгляд такой подход применим к сравнительно простым отношениям, складывающимся между контрагентами по поводу предмета или предметов, которые могут быть достоверно идентифицированы (количество денежных средств, вносимых в оплату; конкретный товар или услуга; учреждение юридического лица в соответствии с условиями учредительного договора), но никак не для обремененных такими неоднородными категориями, как «полезный социально-экономический эффект» или «экологический эффект», достижение которых напрямую или косвенно является предметом сделки, и которые при этом носят исключительно прогнозный характер, являясь неотъемлемыми элементами почти всех рассмотренных ранее в рамках настоящего исследований целей устойчивого развития.

Исходя из этого, более валидным в рассматриваемом нами контексте видится отчасти экономическое определение баланса интересов, выведенное в диссертационном исследовании О.В. Червонной применительно к совместным предприятиям. Под балансом интересов партнеров по совместным предприятиям ею предложено понимать «такой характер их взаимодействия, при котором базисный экономический результат деятельности (прибыль) каждого из партнеров в рамках совместного

предприятия выше, чем при обособленном функционировании» [57]. На наш взгляд, данное определение (хотя и лишенное некоторой юридической изящности) в отличие от предшествующих обладает ключевым паттерном, характерным для рынка ценных бумаг — оценкой экономического эффекта для контрагентов (оценкой условий совершаемых ими сделок по отношению к аналогичным сделкам, совершаемым на сопоставимом рынке (секторе рынка) ценных бумаг). Тем не менее в полной мере данное определение может иллюстрировать баланс интересов лишь на одном из секторов исследуемого рынка — рынке долевых ценных бумаг, а также не учитывает сущности устойчивого развития.

В связи с этим для однозначного определения объекта элемента данного исследования следует обозначить, что именно мы понимаем под «балансом интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития».

Для целей настоящего исследования под *«балансом интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития»* предлагается понимать такое состояние правоотношения, при котором права и обязанности сторон структурированы таким образом, что извлекаемая ими прибыль или доход в совокупности с достигаемым социально-экономическим, экологическим или иным полезным эффектом, сопоставимым с заявленными целями устойчивого развития, соразмерны или превышают соответствующую прибыль или доход, социально-экономический, экологический или иной полезный эффект, который мог бы быть достигнут, если бы стороны (или одна из сторон) вступили в альтернативное правоотношение либо не вступали в такое правоотношение вовсе.

В рамках данного подхода основополагающую значимость имеет содержание «интереса» каждого из трех ключевых субъектов — инвесторов, получателей инвестиций (как контрагентов по сделкам) и государства (как регулятора политики устойчивого развития, образующего «условно публичный интерес») [53]. На такой совокупности интересов и базируется выведенная «формула» требований к сбалансированному правоотношению

устойчивого развития, включающая одновременное рассмотрение объема извлекаемого сторонами дохода и получаемой прибыли, а также достижение социально-экономического, экологического или иного полезного эффекта. Аналогичное воззрение на круг подобных интересов включено в абзацы 2 и 3 статьи 1 Федерального закона от 25.02.1999 № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», и проистекает из обширных исследований данного вопроса отечественными и зарубежными учеными-юристами и экономистами. Например, о потребности в комплексном подходе к интересам участников рынка пишет А.В. Габов: «В специальной литературе чаще всего исследуются проблемы защиты прав инвестора. <...> Однако при этом нельзя забывать и о правах и охраняемых законом интересах иных участников рынка ценных бумаг – эмитентов, профессиональных участников» [78]. Не вдаваясь особенно глубоко в общую природу интереса, традицию исследования которой заложили ещё дореволюционные авторы (П.И. Новгородцев, Е.Н. Трубецкой, Г.Ф. Шершеневич [89, 102] и другие), мы тем не менее склонны обосновать кажущийся одновременно достаточно узким и в то же время весьма неопределенным круг интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития.

В частности, помимо интересов, из которых проистекает специфика рынка ценных бумаг устойчивого развития, следует упомянуть и о существовании прочих интересов, которые свойственны финансовому рынку в целом и совершенно аналогичным образом подпадают под введенную дефиницию. Порой эти интересы незначительно преобразуются в контексте правового регулирования рынка ценных бумаг устойчивого развития, обретая несколько преобразованное значение, однако в большинстве своем такие интересы универсальны и свойственны тем же участникам рынка ценных бумаг, к коим относятся и в прочих обстоятельствах. Так, исследователями-компаративистами интересы на рынке ценных бумаг обычно дифференцируются относительно участников.

Выделяются:

- 1) интересы инвесторов;
- 2) интересы эмитентов (лиц, обязанных по ценным бумагам);
- 3) интересы рыночных посредников (профессиональных участников);
- 4) регулирующие и общественные интересы.

Такая классификация видится универсальной и наиболее перспективной для целей дальнейшего, более детального обособления интересов этих же участников в контексте устойчивого развития, изучения механизмов их обеспечения и защиты. Этот же подход ложится в рамки произведенного анализа работ отечественных (Т.Б. Вилкова [45], Д.В. Лубягина [131], М.Д. Дедова [48], М.Т. Шелкович [58], К.А. Карпов [49], а также А.В. Габова) и зарубежных специалистов (Merritt V. Fox, Lawrence R. Glostén [104], Hillary A. Sale, Robert V. Thompson [164], W.E. Butler [103] и Romano R. [163]), по результатам которого и была подготовлена обобщенная таблица 9 (где показаны интересы на рынке ценных бумаг, которые выделялись различными учеными и практиками).

Таблица 9 – Общая структура интересов на рынке ценных бумаг по его участникам.

Интересы инвесторов	Интересы эмитентов (лиц, обязанных по ценным бумагам)	Интересы рыночных посредников (профессиональных участников)	Регулирующие и общественные интересы
1	2	3	4
Максимизация доходности и увеличения стоимости капитала	Минимизация затрат на привлечение финансирования	Оптимизация точности и скорости проводимых операций, совершенствование инфраструктуры	Обеспечение экономического роста и эффективного распределения капитала
Защита от мошенничества и манипулирования рынком	Минимизация затрат на соблюдение нормативных требований	Понятность и справедливость нормативного регулирования и правоприменения	Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов

Продолжение таблицы 9

1	2	3	4
Доступ к своевременной и достоверной информации о финансовых инструментах и обязанностях по ним лицам	Защита служебной и иной чувствительной информации при соблюдении требований к её раскрытию	Защита конкуренции на рынке оказания финансовых услуг, максимизация доли операций приходящихся на проф. участника на рынке ценных бумаг	Системная стабильность и предотвращение финансовых кризисов
Широкие возможности управления рисками и диверсификации инвестиционного портфеля	Доступ к широкому кругу рынков для привлечения финансирования	Широкие возможности проведения трансграничных операций, интеграция в мировые финансовые рынки	Прозрачность рынка и информированность о рисках участия на рынке ценных бумаг
Компенсация убытков вследствие мошенничества с ценными бумагами или иных неправомерных действий	Свобода выбора рыночных площадок и финансовых структур (в том числе трансграничных)	Максимизация дохода от оказываемых финансовых услуг	Международное сотрудничество в сфере правового регулирования рынка ценных бумаг
Свобода совершения оптимальных сделок и операций		Сохранение деловой репутации на рынке ценных бумаг	Недопущение конфликта интересов на рынке ценных бумаг [45]

Источник: составлено автором.

Так и предложенный специальный термин, характеризующий интересы на рынке ценных бумаг устойчивого развития, основывается на дифференциации содержания интересов каждого из ключевых субъектов правоотношения с учетом возникающей параллельно категории «условно публичного» интереса, который по своему содержанию проистекает из интереса «общественного» и позволяет государству представлять собственный интерес, даже не выступая стороной правоотношения, а лишь устанавливая его особые критерии [118].

Аккумулируя вышеперечисленные тенденции в совокупности с требованиями Федерального закона от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»,

а также Закона о рынке ценных бумаг, следует обозначить примерно следующий порядок ключевых интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития.

*Интерес извлечения прибыли или дохода, соразмерного или превышающего прибыль или доход по альтернативным сделкам.* Такой интерес на финансовом рынке в целом и рынке ценных бумаг в частности, на наш взгляд, является первичным (его можно даже обозначить «системообразующим»). Экономическое содержание понятия рынка ценных бумаг зачастую раскрывается через его цели, которые обычно включают в себя привлечение инвестиций, установление эквивалента ценности, обеспечение оборачиваемости активов и множество других. Порой аналогичный подход распространяют и на экономическую категорию интересов субъектов рынка ценных бумаг. Например, З.В. Хетагурова, дифференцируя интересы участников рынка по экономическому содержанию, отмечает следующее: «Экономические интересы у предприятий к фондовому рынку формируются в четырех направлениях: привлечение финансовых ресурсов, необходимых для развития производства, формирование собственного спекулятивного портфеля ценных бумаг, использование инструментов рынка ценных бумаг в хозяйственной деятельности, использование рынка акций для стратегических целей» [153].

Однако, развивая данную мысль, следует обратить внимание на то, что все перечисленные «интересы» в действительности не самодостаточны. Вхождение субъекта на рынок ценных бумаг никогда не обусловлено привлечением им финансовых ресурсов в качестве самоцели, которая более не преследует иных интересов. Напротив, все эти цели имеют единый интерес максимизации прибыли или извлечения дополнительного дохода тем или иным способом, будь то секьюритизация активов, первичное (IPO) или вторичное (SPO) публичное предложение ценных бумаг или реализация любого иного доступного финансового механизма.

Также дополнительно следует пояснить, почему предложенная

дефиниция предполагает разграничение максимизации прибыли от извлечения дохода. Как видится, цель максимизации прибыли справедливо распространять лишь на те юридические лица, для которых извлечение прибыли в принципе является основной целью (по смыслу пункта 1 статьи 50 ГК РФ – коммерческие юридические лица). Тем не менее заявлять о том, что юридические лица, не являющиеся коммерческими, но выступающие субъектами на рынке ценных бумаг, также преследуют аналогичную цель было бы ошибочно. Очевидно, что Правительство Москвы, Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ» или публично-правовая компания «Российский экологический оператор», исходя из их правоустанавливающих документов, цели извлечения прибыли как таковой преследовать не могут. Тем не менее они заинтересованы именно в извлечении дохода на рынке ценных бумаг, который и будет направлен на финансирование конкретных социально или экологически значимых проектов.

Второй составляющей интереса на рынке ценных бумаг устойчивого развития является *достижение социально-экономического, экологического или иного полезного эффекта, сопоставимого с заявленными целями устойчивого развития*. Именно возможность выявления данного интереса хотя бы у одной из сторон правоотношения позволяет относить такое правоотношение к отношениям в сфере обеспечения устойчивого развития. На сегодняшний день в Российской Федерации критерии выявления такого интереса фактически регламентированы Постановлением Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587 и Распоряжением Правительства Российской Федерации № 1912-р. Однако в этом свете возникает теоретический вопрос о том, может ли интерес ограничиваться формально-юридическими рамками. Упомянутое ранее сопоставление целей устойчивого развития с конкретными видами, категориями (типами) ценных бумаг и вновь обращаясь к приложению Б, на данный вопрос следует ответить отрицательно: формальное несоответствие правоотношения

формально-юридическим критериям несет в себе такие же исключительно формально-юридические последствия (например, банальное отсутствие возможности присвоить выпуску облигаций наименование «зеленые» или «устойчивого развития», включить их в Сектор устойчивого развития Московской биржи и так далее), однако следует настаивать на том, что на фактическое содержание правоотношения данные формально-юридические критерии влияния не оказывают. Субъекты рынка ценных бумаг всегда оставляют за собой право руководствоваться принципом свободы договора в отведенных для этого, пускай и сужающихся, рамках.

Практическим примером реализации названного подхода служат выпуски «зеленых облигаций», зарегистрированные, размещенные и обращающиеся на Московской Бирже ещё до того, как Правительством Российской Федерации и Банком России была сформирована сопутствующая регуляторная основа. Так, одни из первых выпусков облигаций устойчивого развития появились ещё в 2016 году, до установления каких-либо формальных требований к таким облигациям, когда ООО «Транспортная концессионная компания» разместила два выпуска облигаций (ISIN: RU000A0JWU31 и RU000A0JWU23), соответствующих стандарту ICMA и обеспеченных залогом денежных требований. При этом особенно следует отметить, что решения о выпуске [198, 199] этих облигаций не содержали информации, позволяющей идентифицировать их в качестве облигаций, направленных на достижение целей устойчивого развития, за исключением косвенных указаний на Концессионное соглашение и договор распределения выручки, указанные в контексте того, что денежные суммы, выплачиваемые по ним эмитенту, подлежат зачислению на залоговый счет. Вместо этого все сведения о целях эмиссии и направлении использования денежных средств, полученных в результате размещения ценных бумаг, тогда были включены в проспект ценных бумаг [196], утвержденный 30 июня 2016 г. и зарегистрированный Банком России 15 сентября 2016 года. Из пункта 2.4 Раздела II данного Проспекта ценных бумаг следовало, что «средства, привлеченные

от размещения облигаций, эмитент планирует направить на реализацию концессионного соглашения, целью которого является эффективное решение по повышению транспортной доступности Красногвардейского района Санкт-Петербурга путем строительства трамвайной линии и трамвайного депо и организации их дальнейшего содержания для использования в соответствии с Концессионным соглашением». Впоследствии, при подтверждении рейтинговым агентством «Эксперт РА» в 2022 году кредитного рейтинга облигаций эмитента, оно отмечало положительную динамику в реализации концессионного соглашения. Когда в действующее законодательство были внесены изменения в части верификации облигаций устойчивого развития, данный выпуск фактически был признан соответствующим требованиям и впоследствии включен в сектор устойчивого развития ПАО Московская Биржа.

Приведенный пример в целом демонстрирует, что исключительно публично-правовой формально-юридический подход к целеполаганию и таксономии проектов устойчивого развития по большому счету несостоятелен, так как регуляторная основа и условия выпуска, фактически представляющие собой часть условий совершаемых сделок, при определенных обстоятельствах могут корректироваться независимо друг от друга.

Из данного подхода, в том числе, проистекает суждение о расширительном толковании понятия «сектор устойчивого развития», и из него же следует предложенное расширение перечня ценных бумаг, выпуск которых может поспособствовать достижению целей устойчивого развития, так как формирование закладываемого в них правоотношения обладает исключительным частно-правовым характером, а категория «интереса» на рынке ценных бумаг устойчивого развития не может быть ограничена формально-юридически. Иными словами государство не властно (и не должно быть властно) определять публично-правовыми методами, какой именно финансовый инструмент в гражданском обороте воспринимается

и (или) идентифицируется как «направленный на достижение целей устойчивого развития» участниками таких общественных отношений (всеми или частью), включая рейтинговые агентства, присваивающие ESG-рейтинги организациям или отдельным выпускам их ценных бумаг.

Исключением из выведенного правила следует полагать исключительно идентификацию финансовых инструментов по отношению к «условно публичному интересу», который единственный действительно может быть формализован, что и реализовано посредством Постановления Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587 и Распоряжения Правительства Российской Федерации № 1912-р. Тем не менее данные ограничения, являя собой волю государства, влекут и последствия лишь публично-правового характера, но не воздействуют на гражданский оборот напрямую, что и следует учитывать при определении принадлежности конкретных ценных бумаг к сектору устойчивого развития в его широком понимании.

Узкое же понимание круга интересов сектора устойчивого развития, включая единение «условно публичного интереса» и интереса иных участников правоотношения, может быть выведено при рассмотрении свойств исследуемого объекта через призму легизма, и именно такой подход свойственен нынешней конъюнктуре общественных отношений, складывающихся как в Российской Федерации, так и за рубежом. Его позитивной чертой выступают относительные простота, понятность и объективность, а также юридическая определенность: органам государственной власти всегда значительно проще в своей деятельности руководствоваться строгими критериями, отводя свободе договора и автономии воли сторон правоотношения незначительную долю, особенно на рынке ценных бумаг. В то же время перспектива формально-юридического ограничения перечня допустимых «интересов» на рынке ценных бумаг устойчивого развития может оказать негативное влияние на темпы его роста, так как ограничение возможностей субъектов свободно структурировать

условия сделок на рынке ценных бумаг могут приводить к тому, что такие субъекты будут отдавать предпочтение либо привлечению средств на иных рынках капитала, либо к полному отказу от привлечения средств на цели устойчивого развития.

Таким образом, для любых частных субъектов рынка ценных бумаг устойчивого развития для выявления интереса достижения социально-экономического, экологического или иного полезного эффекта, сопоставимых с заявленными целями устойчивого развития, видится справедливым исходить не только из формальной таксономии проектов, но из комплексно обозначенных приоритетных целей устойчивого развития, фигурирующих в любых иных стратегических документах. Такой подход не вступает в серьезное противоречие с действующими нормами закона, устанавливающими строгие критерии для финансирования проектов устойчивого развития: они могут сохранять свое значение в рамках «условно публичного интереса» и являть собой критерии, согласно которым государство может предоставлять участникам таких правоотношений дополнительные льготы (например, налоговые) или оказывать иные дополнительные меры поддержки. Тем не менее несоответствие этим критериям не должно влечь за собой негативных последствий для участников соответствующих правоотношений на рынке ценных бумаг устойчивого развития (а лишь приводить к отсутствию позитивных последствий).

В свою очередь и на практике одним из ключевых вопросов, которые неизбежно поднимаются при внесении любых изменений в нормативно-правовое регулирование рынка ценных бумаг и его правоприменении, является вопрос соблюдения и обеспечения баланса прав и законных интересов инвесторов и лиц, обязанных по ценным бумагам.

В зависимости от особенностей конкретного, отдельно взятого рынка, в ходе проработки его регулирования законодатель обычно вынужден отдавать предпочтение усилению защиты конкретной группы субъектов (как правило, обладающих наименьшими преимуществами перед прочими субъектами).

Обособление таких субъектов на группы может основываться на их различных персональных характеристиках, например, объеме их инвестиций (разграничение на миноритарных и мажоритарных инвесторов), инвестиционных знаниях и опыте (квалифицированные и неквалифицированные инвесторы), инвестируют ли они от своего имени или представляют интересы иных лиц на финансовом рынке (розничные и институциональные инвесторы), их личном законе (иностранные инвесторы), объеме бюджетного капитала в их активах (государственный и частный сектор), а также множестве других критериев.

Некоторые из категорий данных субъектов напрямую поименованы в законе и обладают формально-определенными признаками (квалифицированные – неквалифицированные инвесторы; иностранные инвесторы), а некоторые по сей день не наделены легальной дефиницией, а их идентификация затрудняется неопределенностью критериев (миноритарные и мажоритарные инвесторы). Тем не менее права и законные интересы каждой из этих групп должны учитываться в ходе проектирования правопорядка, а также обеспечиваться и соблюдаться.

Как было отмечено в ходе предложения понятия «баланс интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития», вопрос соблюдения и обеспечения баланса прав и интересов субъектов исследуемых общественных отношений стоит не менее остро в разрезе развития правового регулирования рынка ценных бумаг в целях устойчивого развития в целом и Российской Федерации в частности. Как ранее отмечалось в рамках первой главы настоящего диссертационного исследования, отличительной чертой общественных отношений в этой сфере является наличие «условно публичного» интереса, проявляющегося в обязательствах, возникающих на диспозитивной основе (по воле участников общественных отношений), однако после возникновения защищаемых уже публично-правовыми средствами (например обязанность организатора торговли произвести делистинг ценных бумаг устойчивого развития эмитента при наступлении

определенных обстоятельств, обязанность внести изменения в эмиссионную документацию ценных бумаг устойчивого развития и т.д.).

Однако вопрос о том, при помощи каких правовых способов следует осуществлять защиту прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг устойчивого развития наиболее эффективным образом, остается ключевым в контексте их обеспечения, особенно в ситуации, когда речь идет об их трансграничном размещении и обращении (проблемы которых отдельно рассматривались во второй главе настоящего исследования). При этом дать однозначный ответ об эффективности соответствующих способов именно в контексте устойчивого развития на сегодняшний день не представляется возможным в свете недостаточного объема данных.

Несмотря на то, что финансирование проектов устойчивого развития при помощи правовых механизмов рынка ценных бумаг осуществляется уже достаточно давно, на практике спорные ситуации, приведшие к судебному или иному разбирательству, встречаются исключительно редко и в основном свойственны правопорядкам с наиболее развитыми рынками, в которых процедура верификации таких ценных бумаг (облигаций) в течение длительного периода не была строго регламентирована.

В качестве такого примера следует в первую очередь рассмотреть дело SEC против Volkswagen AG и др. (2019) (Case 3:19-cv-01391-CRB Document 137 [172]), включающее в себя рассмотрение прецедента мошенничества с ценными бумагами. Фабула данного дела заключается в том, что в период с 2014 по 2015 год компания Volkswagen AG выпустила облигации на сумму в 13 млрд \$, вводя при этом инвесторов в заблуждение касательно влияния «чистого дизельного» автопарка компании на окружающую среду (оригинальный пресс-релиз SEC: «...for defrauding U.S. investors, raising billions of dollars through the corporate bond and fixed income markets while making a series of deceptive claims about the environmental impact of the company's «clean diesel» fleet [220]).

SEC предъявила компании обвинения в нарушении правила 10b-5

из раздела 10(b) Закона о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), относительно которого Volkswagen AG вводил в заблуждение инвесторов касательно:

- 1) качества транспортных средств и их соответствия экологическим требованиям (vehicle quality, environmental compliance);
- 2) информации о финансовой стабильности и подверженности рискам (financial standing).

Результатом рассмотрения спора стало утверждение соглашения без вынесения окончательного судебного решения, согласно которому Volkswagen AG внесло на счет SEC для дальнейшего распределения между пострадавшими инвесторами 48 750 тыс. \$. На сотрудников SEC и налогового администратора распределительного фонда были возложены обязательства по уплате из удержанных сумм дополнительных налогов и административных сборов (Case 3:19-cv-01391-CRB Document 140 Filed 10/16/24).

Указанный судебный процесс, протекающий на фоне комплексного нарушения стандарта выбросов CO<sub>2</sub> («Emission standard») примечателен именно в гражданско-правовом аспекте регулирования рынка ценных бумаг устойчивого развития, так как повлек за собой наступление гражданско-правовой ответственности эмитента именно перед инвесторами, а не приобретателями транспортных средств.

Результатом обозначенного судебного разбирательства и заключенного соглашения (помимо денежной компенсации) также стали принятые Volkswagen AG обязательства по внедрению контроля за отчетностью о выбросах и придерживании принципов независимого контроля за соблюдением требований при размещении ценных бумаг в дальнейшем.

Таким образом, рассмотренное дело не только утвердило значимость раскрытия ESG-информации в ходе размещения облигаций, но и стало примером определения компенсаторного эквивалента нарушенным правам инвесторов на получение достоверной информации о деятельности компании в контексте устойчивого развития (в данном случае выбросов CO<sub>2</sub>),

подтверждая тем самым тезис о системообразующей значимости интереса в *достижении социально-экономического, экологического или иного полезного эффекта, сопоставимого с заявленными целями устойчивого развития* на рынке ценных бумаг устойчивого развития.

В качестве ещё одного разбирательства, протекавшего в аналогичном ключе может быть обозначен судебный процесс по делу *People v. JBS USA Food Co.* (Docket number: 450682/2024 court: N.Y. Sup. Ct.). Дело рассматривалось по жалобе Генерального прокурора штата Нью-Йорк к «крупнейшему производителю говяжьих продуктов в мире» (JBS USA), в которой утверждалось, что ответчики делали необоснованные и вводящие в заблуждение заявления о своей приверженности к сокращению выбросов парниковых газов, что не соответствовало действительности и тем самым нарушало законодательство штата Нью-Йорк о защите прав потребителей в связи с ложной ориентированностью компании на достижение цели «Net Zero by 2040» в рамках инициативы «Научно-обоснованных целей» (SBTi), где компания зарегистрировалась в 2021 году, однако к 2024 году так и не обозначила свои планы и цели (по снижению выбросов парниковых газов к 2040 году). При этом в жалобе прокуратуры (С. 41) [173] и стенограмме слушания, проводящегося по ходатайству об отклонении дела, отмечалось, что за период с 2021 по 2023 год ответчик выпустил облигации, параллельно с этим раскрывая искаженную информацию в проспекте эмиссии «зеленых» облигаций. Объем их выпусков, по открытым данным, составил порядка 3,5 млрд \$.

Тем не менее суд посчитал основания, изложенные в жалобе недостаточными, JBS USA изменила формулировку раскрываемой информации с «обязательства по достижению» цели «Net Zero by 2040» на «стремление» к её достижению, в связи с чем суд потребовал от прокуратуры сформулировать основания для привлечения компании к ответственности более четко. Иск прокуратуры был отклонен с сохранением права подачи уточненной жалобы в течение 90 дней, однако до 11 апреля 2025 года

уточненная жалоба подана так и не была.

Данный прецедент, в отличие от дела SEC против Volkswagen AG и др. (2019), продемонстрировал обратную тенденцию от защиты интересов инвесторов — защиту интересов лиц, привлекающих инвестиции, устанавливая акцент на субъективности декларативных временных рамок, а также очертил весьма условную грань в формулировках, «вводящих в заблуждение», демонстрируя тем самым некоторые недостатки нечетких критериев верификации ценных бумаг «устойчивого развития».

Однако даже для развитого рынка ценных бумаг устойчивого развития, такого как в США, который долгое время функционировал преимущественно в рамках свободной, рыночной верификации ценных бумаг устойчивого развития, судебные разбирательства, в рамках которых нарушаются права участников именно этого рынка, достаточно редки.

К примеру, если исходить из информации «Баз данных судебных разбирательств по изменению климата» (Climate Change Litigation Databases), разработанных Центром права по изменению климата Сабина при Колумбийской юридической школе, общее количество исков учтенных в данной базе по всему миру (исключая США) на 20.05.2025 составляло порядка 905 дел, возбужденных против Правительств разных стран и порядка 323 дел, возбужденных против корпораций и физических лиц. При этом из числа исков против Правительств лишь 50 рассматриваются в контексте «торговли и инвестиций» и включают преимущественно рассмотрение вопросов выдачи разрешений, а также действия экологических мер. Среди них не представлены ситуации, релевантные для целей настоящего исследования. Из числа исков против корпораций (237 ед.) лишь 5 рассматриваются в контексте «финансирования и инвестиций» и 18 в контексте «раскрытия информации», что формирует базовые представления о конъюнктуре споров такого рода (их недостаточно для обозначения какой-либо «устоявшейся практики»). При этом каждый из таких споров уникален: некоторые связаны с деятельностью участников финансового рынка (пенсионного фонда),

а некоторые сопряжены с установлением законности выплаты дивидендов при учете климатических рисков.

В рамках отечественного правопорядка такого рода судебных разбирательств в контексте устойчивого развития на сегодняшний день не представлено. Мы имеем склонность связывать данную особенность, в первую очередь, со сравнительно малым уровнем капитализации отечественного рынка облигаций устойчивого развития, а также конъюнктурой их эмитентов, которые представлены преимущественно институтами развития и компаниями с высокой долей государственного участия (прямого или косвенного), что влечет за собой сравнительно высокую надежность выпускаемых ими финансовых инструментов и предупреждает негативные последствия для держателей облигаций. Тем не менее сама по себе конъюнктура рынка не может являться гарантией соблюдения прав облигационеров, так как рыночные отношения обладают динамичностью, и следом за изменением конъюнктуры лиц, обязанных по облигациям устойчивого развития, может последовать рост случаев нарушения прав и законных интересов инвесторов в этом секторе рынка ценных бумаг.

Помимо содержания судебных разбирательств, приходящихся на соответствующую сферу общественных отношений, ещё одним вспомогательным правовым маркером, указывающим на особенности правового обеспечения интересов участников рынка ценных бумаг устойчивого развития, являются отдельные случаи неисполнения гражданско-правовых обязательств. В случае с облигациями устойчивого развития под такими обязательствами, в первую очередь, следует понимать выплату купонного дохода по облигациям и погашение тела долга в установленном порядке в пределах определенных сроков.

Одним из первых ярких примеров дефолта по облигациям, тогда ещё косвенно ориентированным на достижение целей устойчивого развития в силу неполноты легальных механизмов их верификации, стал дефолт по корпоративным облигациям Shanghai Chaori Solar Energi Science & Technology

Со., произошедший в Китае в 2014 году. Соответствующая компания производила солнечные панели, исходя из чего, согласно Закону Китая «О возобновляемых источниках энергии» и в рамках реализуемой политики перехода к возобновляемым источникам энергии, данный выпуск облигаций квалифицировался инвесторами на внутреннем финансовом рынке Китая в качестве «зеленых». Тогда невозможность исполнения обязательств перед держателями облигаций тесно коррелировала с изменением экономических реалий, сменой вектора государственной политики по поддержке бизнеса (помимо дефолта по облигациям устойчивого развития, дефолт по иным типам облигаций в этот же период допустил ещё ряд китайских компаний).

Таким образом, обобщая рассмотренную тенденцию, факты нарушения прав инвесторов Сектора устойчивого развития время от времени фиксируются в различных юрисдикциях. В свою очередь, конъюнктура неисполнения обязательств эмитентами облигаций перед облигационерами в целом может характеризоваться как соразмерная масштабу капитализации рынков, исходя из того, что случаи дефолтов по облигациям устойчивого развития также систематически фиксируются в зарубежных правовых порядках с 2014 года по настоящее время. В качестве показательных примеров могут служить дефолт по «зеленым» облигациям Shanghai Chaori Solar Energi Science & Technology Co. (Солнечная энергия, Китай, 2014 г.), дефолт по «зеленым» облигациям и «облигациям, связанным с устойчивым развитием» «Укрэнерго» (технический дефолт, реструктуризация долга 2024 г.), а также дефолт по облигациям, выпущенным для привлечения финансирования Alden Group Renewable Energy [208] (Проект по переработке отходов птицеводства в биодизельное топливо, США, штат Миссисипи, 2025 г.). Все эти случаи объединяет факт нарушения прав и законных интересов инвесторов в Секторе устойчивого развития, связанный с неисполнением обязательств эмитента облигаций перед их держателями в части выплаты купонного дохода, однако причины у указанных нарушений совершенно разные: к ним относится и изменение государственной политики

по поддержке предпринимательства (Китай), и геополитические риски («Укрэнерго»), и особенности экономической модели, в рамках которой корпорация осуществляет предпринимательскую деятельность. Подобное разнообразие предпосылок к нарушению прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг устойчивого развития порождает объективный запрос на формирование особого правового механизма, направленного на их специальную защиту, связанную с соблюдением критериев (таксономии) проектов и контроля за целевым использованием привлеченных эмитентами денежных средств.

Для этих целей наиболее перспективным видится дальнейшее развитие института Представителя владельцев облигаций (далее также — ПВО), основания и цели деятельности которого определены в статье 29.1 Закона о рынке ценных бумаг и институционально коррелируют с общими целями представительства [87].

**П р и м е ч а н и е** – в соответствии с пунктами 9 и 10 статьи 29.1 Закона о рынке ценных бумаг, представитель владельцев облигаций представляет интересы владельцев облигаций перед эмитентом, лицом, предоставившим обеспечение по облигациям эмитента, иными лицами, а также в органах государственной власти Российской Федерации (в том числе в судах), органах государственной власти субъектов Российской Федерации, органах местного самоуправления. Представитель владельцев облигаций осуществляет свои полномочия, в том числе связанные с подписанием искового заявления, отзыва на исковое заявление и заявления об обеспечении иска, передачей дела в третейский суд, полным или частичным отказом от исковых требований и признанием иска, изменением основания или предмета иска, заключением мирового соглашения и соглашения по фактическим обстоятельствам, подписанием заявления о пересмотре судебных актов по новым или вновь открывшимся обстоятельствам, обжалованием судебного акта арбитражного суда, получением присужденных денежных средств или иного имущества, на основании решения о выпуске облигаций без доверенности. Представитель владельцев облигаций при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей должен действовать в интересах всех владельцев облигаций соответствующего выпуска добросовестно и разумно. Представитель владельцев облигаций вправе привлекать иных лиц для исполнения своих обязанностей. В этом случае представитель владельцев облигаций отвечает за действия указанных лиц как за свои собственные. Обязанности представителя владельцев облигаций закреплены в пункте 11 статьи 29.1 Закона о рынке ценных бумаг.

На сегодняшний день обязанность эмитента по определению представителя владельцев облигаций закреплена лишь для двух случаев, связанных с размещением и обращением облигаций с обеспечением

(за некоторыми исключениями). Однако данный институт обладает высоким потенциалом в качестве инструмента защиты прав и законных интересов держателей особых типов облигаций, таких как «зеленые», «инфраструктурные», «устойчивого развития» и другие, так как несмотря на то, что их приобретение, как правило, доступно широкому кругу инвесторов, такие инвесторы не всегда обладают достаточной квалификацией для определения, например, целевого использования денежных средств [120]. В то же время в настоящий момент на рынке ценных бумаг устойчивого развития преобладают публично-правовые инструменты контроля за эмитентами, которые в свете высокой концентрации бюджетных средств в Секторе устойчивого развития в долгосрочной перспективе видятся малоэффективными и сопряжены с коррупциогенными рисками. В то же время укрепление фидуциарных правоотношений в рассмотренном контексте позволило бы диверсифицировать инструменты защиты прав и законных интересов облигационеров.

Для достижения перечисленных целей видится перспективным внесение соответствующих поправок в пункт 2 статьи 29.1 Закона о рынке ценных бумаг и установление ещё одного случая, при котором эмитент облигаций обязан определять представителя владельцев облигаций (если такие облигации относятся к одному из типов: «зеленые», «адаптационные», «социальные», «инфраструктурные», «климатического перехода», «устойчивого развития» или «связанные с целями устойчивого развития»). Немаловажным в этом контексте видится и должная квалификация ПВО (работников ПВО). Со временем становится всё более очевидным, что решение экологических и иных споров в контексте устойчивого развития требует специальных профессиональных компетенций [120]. К таким выводам, в частности, приходят отечественные ученые и практики, например профессор Г.Ф. Ручкина и М.В. Мажорина [174]. Эффективным решением контроля за квалификацией могли бы стать дополнительные требования к ПВО, однако такой подход противоречил бы системообразующему паттерну о

том, что достаточная квалификация профессиональных участников на финансовом рынке презюмируется. Исходя из этого, вопросы квалификации работников ПВО выходят за границы настоящего исследования, ложась на внутренние требования профессиональных участников.

Альтернативой для прямого расширения роли представителей владельцев облигаций на Сектор устойчивого развития видится введение требования об обязательном обеспечении таких типов облигаций (залогом, поручительством, гарантией), что приведет к сохранению действующего подхода, в рамках которого определяются ситуации, когда эмитент обязан определять представителя владельцев облигаций. В то же время, такой подход видится в меньшей степени соответствующим интересам эмитентов, привлекающих инвестиции, так как значительно усложнит процедуру привлечения денежных средств на рынке ценных бумаг и включает меньше возможностей для развития государством стимулирующих механизмов.

В частности, в первом случае (при введении обязательного определения ПВО для особых типов облигаций Сектора устойчивого развития) возможно разработать меры государственной поддержки по обеспечению частичной или полной компенсации стоимости услуг представителя владельцев облигаций эмитенту, что одновременно могло бы стимулировать инвесторов к приобретению таких облигаций и снизить затраты эмитентов. Во втором же случае расходы эмитента (на залог, поручительство, гарантию) и перспективные риски государства (при выдаче государственной гарантии) видятся несоразмерно выше возможного положительного эффекта для рынка ценных бумаг устойчивого развития.

Наиболее эффективно рассмотренный механизм мог бы проявить себя в совокупности с мерами государственной поддержки.

**Таким образом,** из проведенного анализа конъюнктуры на рынке ценных бумаг устойчивого развития следует, что содержание установления локального баланса интересов инвесторов, получателей инвестиций и государства на данном рынке существенно отличается от альтернативных

секторов и сегментов рынка ценных бумаг. Установлено, что под *«балансом интересов на рынке ценных бумаг устойчивого развития»* следует понимать такое состояние правоотношения, при котором права и обязанности сторон структурированы таким образом, что извлекаемая ими прибыль или доход, в совокупности с достигаемым социально-экономическим, экологическим или иным полезным эффектом, сопоставимым с заявленными целями устойчивого развития, соразмерны или превышают соответствующую прибыль или доход, социально-экономический, экологический или иной полезный эффект, которые могли бы быть достигнуты, если бы стороны (или одна из сторон) вступили в альтернативное правоотношение, либо не вступали в такое правоотношение вовсе. Отличительной чертой содержания указанного баланса интересов является наличие уникального для гражданского оборота интереса *«достижения социально-экономического, экологического или иного полезного эффекта, сопоставимого с заявленными целями устойчивого развития»*, выступающего наравне с интересом в извлечении дохода, а также прочих сопутствующих интересов субъектов на рынке ценных бумаг, которые по отношению к настоящему исследованию являются вторичными и не образуют специального объекта исследования.

В рамках настоящего параграфа также проанализирована практика нарушения прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг устойчивого развития и разрешения возникающих из этого споров. Например, были рассмотрены ключевые судебные дела, в рамках которых была осуществлена защита прав и законных интересов инвесторов и лиц, привлекающих инвестиции, а также случаи нарушения прав облигационеров в части своевременного получения купонного дохода по облигациям, выпуск которых преследовал цели устойчивого развития (дефолты). По результатам анализа такой практики делается ряд выводов. В частности, подтверждается распространение на рынок ценных бумаг устойчивого развития базовой закономерности: чем выше размер капитализации рынка, тем

пропорционально большее количество нарушений прав и интересов субъектов фиксируется на указанном рынке, чем и объясняется низкая доля споров, связанных с финансированием проектов устойчивого развития с использованием инструментов рынка ценных бумаг. Из данной закономерности, в совокупности с констатируемой уникальностью содержания общественных отношений, связанных с финансированием достижения целей устойчивого развития, делается вывод о необходимости разработки превентивных правовых механизмов по защите особых интересов субъектов на рынке ценных бумаг устойчивого развития. Предлагается усилить роль института представителя владельцев облигаций при выпуске облигаций, направленных на достижение целей устойчивого развития («зеленых», «социальных», «адаптационных» и прочих в пределах таксономии проектов), сделав его определение в решении о выпуске соответствующих типов облигаций обязательным для их эмитента. Альтернативой такому подходу видится установление требования об обязательном обеспечении таких типов облигаций. В этом случае роль представителя владельцев облигаций будет сохранена на текущем уровне, при сохранении дифференциации типов обеспечения при которых он обязательно определяется, и при которых представитель владельцев облигаций может не определяться. Уникальность выведенного предложения состоит в популяризации на рынке ценных бумаг устойчивого развития отношений фидуциарного характера и в выходе за пределы публично-правового контроля и текущего контроля со стороны верификаторов, тем самым в перспективе отводя большее значение гражданско-правовым способам защиты.

В обозначенном контексте в рамках развития трансграничных рынков финансирования проектов устойчивого развития также видится перспективным создание особого порядка разрешения возникающих между сторонами споров постоянно действующими судебными органами международных организаций, на базе которых формируется единый финансовый рынок, включающий в себя рынок ценных бумаг. Однако такой

порядок должен формироваться вторично, относительно самой глобализации рынка ценных бумаг, организации их трансграничного выпуска и обращения, а потому в отсутствии достаточных регуляторных оснований, а также политической воли реализация этой инициативы предполагается долгосрочной и требующей всесторонней проработки.

### **3.2 Сравнительный анализ практики реализации законодательных положений, регламентирующих рынок ценных бумаг для целей устойчивого развития, в правовых порядках Китайской Народной Республики и Российской Федерации**

На Конференции ООН по изменению климата 2015 года (21<sup>st</sup> Conference of the Parties, далее также – COP 21) Парижское соглашение подписали 197 стран-участниц, достигнув консенсуса по удержанию роста глобальной среднегодовой температуры на планете к 2100 году более чем на 2 °С по сравнению с доиндустриальным уровнем. Пути к достижению целей этого соглашения, являющегося одним из ключевых, а также иных документов в сфере устойчивого развития, разрабатываются каждым из государств самостоятельно, исходя из особенностей складывающихся в их пределах общественных отношений, согласно их экологическим, экономическим и социальным тенденциям. Одним из наиболее характерных для сравнительного анализа сформировавшихся правовых порядков в обозначенной сфере является правовой порядок Китая, достигшего наибольших успехов в контексте финансирования проектов устойчивого развития, в том числе при использовании механизмов рынка ценных бумаг.

Для достижения целей Парижского соглашения Китай сформулировал задачи по достижению пика выбросов ПГ к 2030 году, а к 2060 году – углеродной нейтральности (далее – цель 30/60), о чем было заявлено в сентябре 2020 года председателем КНР Си Цзиньпином на 75-сессии

Генеральной Ассамблеи ООН. В связи с тем, что экономика Китая считается преимущественно углеродоемкой, многим компаниям приходится полностью перестраивать свою операционную деятельность, чтобы соответствовать требованиям и регулированию в отношении повестки устойчивого развития. Однако ввиду ограниченности финансовых ресурсов в Китае, как и в России, возникает острая потребность компаний в дополнительных источниках привлечения финансирования в целях трансформации их деятельности. Так, по данным Института Народохозяйственного прогнозирования Российской академии наук (ИНП РАН) [203] на начало 2021 года объем инвестиций, необходимых Китаю для достижения нетто-нулевого уровня выбросов ПГ, составляет порядка 13% ВВП при пороге затрат на энергию для сохранения устойчивой экономической динамики 10%. Для достижения этих целей в 2021 году в Китае был подготовлен четырнадцатый пятилетний план (14<sup>th</sup> Five-Year Plan), на период до 2025 года, который затрагивает три основных направления развития: экономическое, социальное и экологическое.

Основы же регулирования устойчивого развития в Китае закладывались поэтапно. Ещё в 2015 году Китай стал первой страной в мире, опубликовавшей таксономию зеленых проектов — «Каталог проектов, которые могут финансироваться посредством зеленых облигаций» (Green Bond Endorsed Project Catalogue (Edition 2015) [213], который изначально всё ещё включал проекты, связанные с ископаемым топливом, ввиду подавляющей зависимости Китая от угля.

В 2016 году органы Китая, регулирующие финансовый сектор устойчивого развития, включая Народный банк Китая (The People's Bank of China) и Комиссию по регулированию ценных бумаг Китая, выпустили «Руководство по созданию зеленой финансовой системы» (Guidelines for Establishing the Green Financial System) [216]. В этом документе были определены приоритеты развития зеленого финансирования, а также закладывался принцип ограничения инвестиций в «углеродоемкие» отрасли. Данное руководство предусматривало и ряд стимулирующих мер:

- рефинансирование зеленых кредитов в РВОС (People's Bank of China);
- компенсацию затрат на выпуск зеленых облигаций.

В него также включались предложения по созданию специализированной инфраструктуры рынка и закладывалась основа для создания особой системы раскрытия информации об устойчивом развитии эмитентов ценных бумаг и особенности раскрытия информации о торговле углеродными единицами. Традиционным для китайского правового порядка стало включение в рассматриваемый документ идеи контроля за потоком зарубежных инвестиций, в особенности инвестиций в проекты, которые в большей степени загрязняют окружающую среду.

С того момента конъюнктура «зеленого» финансирования развития в Китае представляется примерно следующей и состоит из:

- «зеленых» облигаций;
- «зеленого» кредитования;
- «зеленого» страхования.

При этом, несмотря на введенный изначально механизм верификации финансовых инструментов в пределах таксономии проектов (что, очевидно, само по себе уже носит ограничительный характер выпуска такого рода финансовых инструментов), Китай занимает второе место в мире после США по выпуску зеленых облигаций. За период с 2015 по 2020 годы регуляторами финансового рынка осуществлялся систематический выпуск обновленных руководств по выпуску зеленых облигаций для соответствующих субъектов, поднадзорных соответствующим органам (кредитных организаций-эмитентов и иных корпораций-эмитентов). Однако такой разрозненный подход к регулированию породил ряд значимых проблем, сопряженных с не единообразным подходом, привел к «зеленой» оптимизации, риску создания обществ проектного финансирования под специальный выпуск ценных бумаг устойчивого развития в рамках наиболее благоприятных требований и, как следствие, нормативно мог бы привести к образованию «серых зон» финансового рынка, тесно сопряженных с «зеленым

камуфляжем», на борьбу с которым и нацелены верификационные процедуры.

В целях решения данной проблемы, а также для сохранения ключевых тенденций к совершенствованию рынка ценных бумаг устойчивого развития, Китай ступил на путь унификации национальных требований таксономии к зеленым, социальным и инфраструктурным проектам, а также продолжил предпринимать меры по гармонизации своих внутренних таксономических требований с европейскими для обеспечения размещения и обращения ценных бумаг своих эмитентов на глобальном финансовом рынке.

Так, в целях устранения разрыва между китайской и европейской таксономией и прекращения разнонаправленности внутреннего регулирования в 2021 году была выпущена новая версия таксономии [214], которая включает принцип «Ненанесения значительного вреда» (Do Not Significant Harm) и исключает из финансирования устойчивого развития проекты, связанные с ископаемым топливом (за исключением природного газа). Стоит отметить, что природный газ включен и в таксономию ЕС. В результате предпринятых мер в 2021 году в Китае значительно снизилась доля облигаций, которые не соответствовали международным стандартам устойчивого развития (32% в 2021 году и 46% — в 2020).

Также несколько скорректирован был и подход к верификации. После выпуска нового Каталога проектов 2021 года (Green Bond Endorsed Project Catalogue (Edition 2021) «зеленой» может быть признана любая облигация, если проект, который финансируется за счет полученных от её размещения средств, соответствует критериям этого каталога, независимо от того, на каких рынках она выпускается (или была выпущена) и к какому типу облигации относилась ранее. В свою очередь, Каталог проектов 2021 года представляет собой подробный список проектов, допустимых относительно конкретных секторов экономики. Он представлен последовательной градацией секторов и подсекторов, в рамках которых приводится подробное описание проекта, который характеризуется в качестве соотносимого с целями устойчивого развития.

Схожий подход к формированию таксономии реализован и в Постановлении Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587, которое также включает в себя критерии проектов, разграниченных на отдельные профили проектов (зеленые, адаптационные, социальные), категории (обращение с отходами; энергетика; строительство; промышленность; транспорт и промышленная техника и прочие) и направления. Однако Каталог «зеленых» проектов 2021 года Китая представлен значительно отличающимся от российского перечнем соответствующих групп проектов (6 профилей, 24 сектора, 47 подсекторов), что позволяет эмитентам более точно определять цели финансирования, а инвесторам, исходящим из результатов верификации финансового инструмента, получать наиболее достоверную информацию о целях, на которые ими предоставляется заем (или кредит), в том числе посредством размещения облигаций устойчивого развития.

Тем не менее китайский Каталог «зеленых» проектов 2021 года не наделен спецификацией иных типов облигаций, помимо «зеленых» (green) и «голубых» «blue» (ориентированных на защиту водных ресурсов). Критерии иных типов облигаций, таких как социальные (social), климатического перехода (transition), устойчивого развития (sustainability) и прочих, детализуются обособленно, в отдельных принципах, о чем свидетельствуют материалы, перечисленные в приложении Д.

Однако более детализированный подход к идентификации «зеленых» проектов позволяет рассматривать рынок «зеленого» финансирования более масштабно, не ограничиваясь очевидными «экологическими» проектами, но способствуя развитию общественных отношений в данной области в целом. К примеру, в анализируемую «зеленую» таксономию включен профиль «Зеленые услуги» («Green Services»), включающий в себя консультационные услуги (например, проектирование проектов в сфере «зеленой» промышленности, услуги по управлению (например, по оценке энергоэффективности), услуги по аудиту, проверке и оценке проектов

(например, проверка выбросов углекислого газа) и так далее. Таким образом, помимо более детализированной и формализованной информации о проектах, перечень их также более обширен, благодаря чему организации, реализующие такие проекты, чья деятельность направлена на развитие рынка устойчивого развития в Китае, также обладают возможностью привлекать финансирование в секторе устойчивого развития, что видится крайне релевантным опытом в свете низкого уровня развития финансовой ESG-инфраструктуры в России.

Рассмотренный адаптационный подход Китай сохранял и по отношению к вновь выходящим международным стандартам в части регулирования финансового рынка устойчивого развития: Стандарта климатических облигаций (Climat Bond Standard) и Принципов зеленых облигаций (Green Bond Principles).

Результатом проделанной работы по унификации и универсализации регулирования стал выпуск Китайским государственным комитетом по стандартам зеленых облигаций первых в Китае единых критериев зеленых облигаций – «Принципы зеленых облигаций в Китае» (China Green Bond Principles, далее также — CGBP), которые были одобрены PBOC и CBIRC.

*Примечание* – В 2021 году ЕС совместно с Китаем разработали обобщенную таксономию на базе Международной платформы по финансированию устойчивого развития (International Platform on Sustainable Finance). Во введении этого документа приводится базовое соотнесение сходств и различий между таксономией Евросоюза и Каталогом проектов – 2021 Китая.

В то же время, как уже было ранее предопределено в ходе настоящего исследования, чрезвычайной важностью для рынка ценных бумаг устойчивого развития обладают особенности раскрытия информации. А в некоторых правовых порядках, например, в США, они и вовсе длительное время играли ключевую роль в свете отсутствия строго определенной таксономии проектов устойчивого развития. В связи с этим относительно раскрытия эмитентами сведений о ценных бумагах в Китае следует отметить, что в соответствии

с CGBP установлены также и их обязанности по раскрытию информации о:

- способе оценки и процессе отбора проекта;
- об этапах реализации проекта;
- о воздействии проекта на окружающую среду;
- об использовании привлеченных денежных средств (в том числе на этапе верификации).

Более того, в Китае установлено требование о том, что сопутствующая информация должна раскрываться раз в полугодие (соответственно, два раза в год), что превосходит требования GBP ICMA, в рамках которых соотносимая информация раскрывается лишь раз в году.

В то же время правила раскрытия информации о самих эмитентах ценных бумаг представляются нам в рамках китайского правопорядка более мягкими. В частности, требования о таком раскрытии ограничены довольно узким кругом лиц – участников финансового рынка. Её должны раскрывать:

- профессиональные участники (финансовые организации);

**П р и м е ч а н и е** – В 2021 году Народный банк Китая выпустил «Руководство по раскрытию информации об окружающей среде для финансовых организаций», основанный на принципах «Целевой группы по раскрытию информации, связанной с климатом».

- компании, являющиеся ключевыми загрязнителями окружающей среды [168] (при условии, что их акции котируются на бирже).

**П р и м е ч а н и е** – Перечень таких организацией формируется и обновляется природоохранными органами Китая.

Для прочих эмитентов раскрытие информации об их деятельности в контексте устойчивого развития, согласно правилам китайских бирж, не является обязательным.

Показательными, помимо прочего, представляются и результаты первого этапа стресс-тестирования крупнейших банков Китая (23 организации) на предмет климатических рисков [209]. По его итогам было

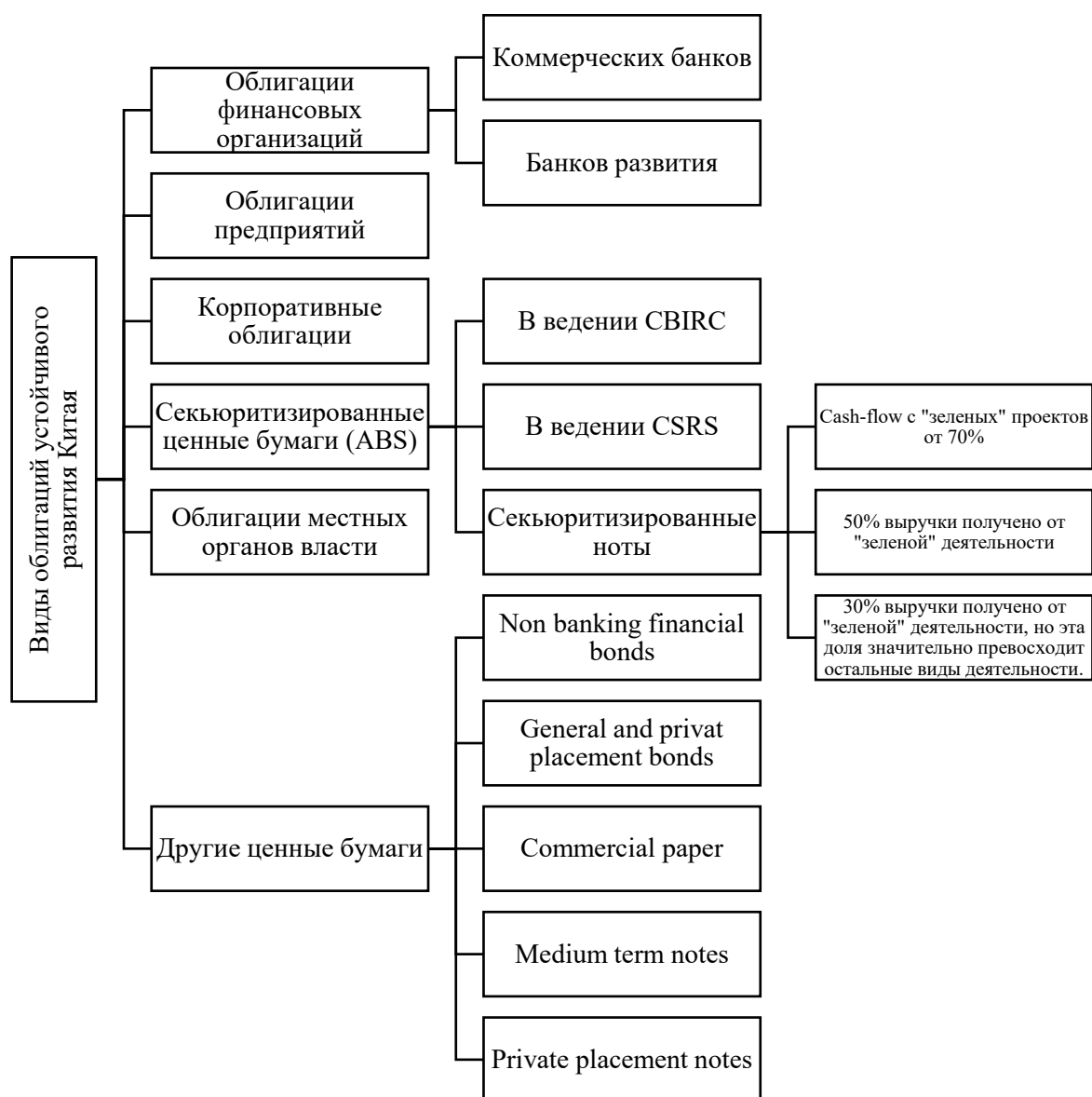
выявлено, что при сохранении высокоуглеродных тенденций на предприятиях секторов тепловой энергетики, сталелитейной промышленности и производства цемента эти организации с высокой долей вероятности значительно утратят прежний уровень платежеспособности, что (в конечном итоге) может привести к падению уровня достаточности капитала кредитных организаций-кредиторов, вызывая тем самым реализацию негативных рисков финансовой стабильности.

В части систематизации финансовых инструментов китайский правопорядок на сегодняшний день предполагает существование различных типов «зеленых» облигаций, которые регистрируются и находятся под наблюдением различных регулирующих органов, в отличие от правопорядков США (где легальная типология облигаций устойчивого развития отсутствует) и России (где она значительно отличается), в зависимости от эмитента выпуски облигаций устойчивого развития могут быть следующими:

- инструменты устойчивого развития, выпущенные нефинансовыми предприятиями (non-financial corporate debt instruments);
- облигации устойчивого развития предприятий (enterprise bond);
- облигации устойчивого развития финансовых организаций (financial bond);
- облигации устойчивого развития корпораций (corporate bonds).

В отношении отдельных типов облигаций допуск и контроль за эмитентами осуществляется соответствующим государственным органом: PBOC, SSE, SCRC, NDRC или NAFMII соответственно.

Исходя из вышеобозначенных сведений, общая типология облигаций устойчивого развития в Китае (по эмитентам) проиллюстрирована на рисунке 10.



Источник: составлено автором.

Рисунок 10 – Типология облигаций устойчивого развития в Китае по эмитентам

Таким образом, практика реализации специальных законодательных положений в сфере устойчивого развития пережила в Китае несколько периодов, которые весьма условным образом можно разграничить на:

- период разрозненного становления (2015–2020 гг.);
- период унификации и евроадаптации (2021–2022 гг.);
- период таксономической оптимизации (2023 – н.в.).

В зависимости от периода выпуска соответствующих типов облигаций, в Китае корректировались и особенности правоприменения. Например, первые «зеленые» облигации в Китае были выпущены в 2015 году

Китайским сельскохозяйственным банком [142] при активном содействии Народного Банка Китая. В частности, были выпущены облигации на 400 млн \$ США, 500 млн \$ США и на 600 млн юаней, притом все три облигации являлись «оффшорными» и были размещены на Лондонской фондовой бирже. Выпуск этих трех облигаций структурировался [183], исходя из требований китайского «Каталога проектов, которые могут финансироваться посредством зеленых облигаций» 2015 года и таксономии проектов ЕС, поскольку ориентировался на привлечение зарубежного финансирования. Так, использование поступлений было ориентировано на проекты в сфере энергоэффективности и возобновляемой энергии, рационального использования земли и водных ресурсов, а также на экологически чистый транспорт. За счет привлеченных от размещения облигаций денежных средств кредитная организация осуществляла кредитование проектов устойчивого развития. Этот процесс включал в себя первоначальную оценку и отбор проектов (фактически реализовывался на конкурсной основе), и их последующее рассмотрение и утверждение. Для целей управления поступлениями Китайским сельскохозяйственным банком был сформирован реестр использования средств от размещения зеленых облигаций, который постоянно обновлялся. Банк также принял на себя обязательства ежегодно отчитываться об использовании поступлений в составе своего ежегодного отчета.

На практике достоверно соотнести подходы, реализованные в схожих по своему назначению финансовых инструментах в Китае в разное время, косвенно позволяет комплексный сравнительный анализ содержания рассмотренных нормативных документов, а также непосредственный сравнительный анализ эмиссионной документации, составленной по старым правилам, с более актуальными документами, составленными по новым стандартам.

Такой подход видится целесообразным в свете того, что сравнение между собой исключительно эмиссионной документации, являющейся

примером реализации законодательных положений, во многом являлся бы техническим и способствовал бы демонстрации лишь внешней формы, оболочки обязательств, связанных с устойчивым развитием, тогда как их внутренняя составляющая при любых обстоятельствах формируется частным образом и является уникальной, адаптируясь под конкретный проект устойчивого развития, конкретные общественные отношения. В свою очередь, таксономические перечни таких проектов, упомянутые ранее, коренным образом влияют на экономическую составляющую рынка, возможность отнесения к нему конкретных выпусков ценных бумаг (облигаций), но не изменяет сути таких отдельно взятых правоотношений.

В то же время юридико-техническая и лексическая составляющие эмиссионной документации не менее значимы для лиц привлекающих инвестиции (составляющих её) и для инвесторов (исходящих из нее для принятия решения о заключении сделки, предоставлении займа в форме приобретения облигаций). Через требования, предъявляемые к ней, в наибольшей степени проявляется непосредственная практическая реализация законодательных положений, в связи с чем в рамках анализа также было произведено сравнение эмиссионных документов отдельных выпусков корпоративных «зеленых» облигаций, представленных на Гонконгской фондовой бирже, структурированное на основе генезиса принципов их выпуска с 2016 года (Green Bond Principles 2016) по 2023 год (Social Bond Principles 2023). Детальное рассмотрение именно облигаций «зеленого» типа обусловлено их «доминантным» положением на рынке ценных бумаг устойчивого развития Китая, определяемого нами из статистики. Например, по состоянию на 13.06.2025, на Шанхайской бирже [215] объем «зеленых» облигаций, включенных в Список биржи (прошедших процедуру листинга) составляет порядка 86,8% (947 выпусков) от общего числа «зеленых» ценных бумаг (1 091 выпуск) (из них 64,25% (701 выпуск) являются необеспеченными, и 22,55% (246 выпусков) обеспечены какими-либо активами (Green ABS)). Аналогичная ситуация складывается и на

других организаторах торговли Китая: статистика Гонконгской фондовой биржи по состоянию на ту же дату демонстрирует значительный перевес в пользу «зеленых» (123 выпуска) и «голубых» (4 выпуска) облигаций, выпускаемых по одному и тому же стандарту (разных редакций), против облигаций «социальных» (12 выпусков), «устойчивого развития» (6 выпусков), «связанных с целями устойчивого развития» (4 выпуска) и «климатического перехода» (7 выпусков), занимая тем самым 81,41% от номинального количества выпусков, прошедших листинг на бирже. В то же время основные паттерны, свойственные генезису «зеленых» облигаций, совершенно аналогичным образом переносятся на облигации иных типов, отчего видятся наиболее репрезентативными для целей сравнительного анализа. Полный перечень проанализированных выпусков приводится в приложении Д, а сравнительный анализ, предъявляемых к таким облигациям требований и содержания правоустанавливающих документов, приведен в таблицах 10 и 11.

**П р и м е ч а н и е** - Внутренний (материковый) рынок «зеленых» облигаций Китая, публично размещающихся и обращающихся преимущественно на Шанхайской и Шэньчженьской фондовых биржах, представляется в достаточной степени закрытым для лиц, не являющихся резидентами, и не представляет возможности ознакомиться с официально публикуемыми эмиссионными документами, ограничиваясь котировками [206] и базовыми статистическими данными. Более того, например, котировальный список облигаций Шэньчженьской фондовой биржи [207] в отношении многих выпусков облигаций не содержит наименований, позволяющих идентифицировать приверженность выпуска целям устойчивого развития [160].

Таблица 10 – Сравнительная таблица общих требований к «зеленым» облигациям в Китае по хронологии

Аспект	Регулирование 2015–2020 гг.	Регулирование 2021 г. – н. в.
1	2	3
Структура разработки методологии	Параллельно осуществляется множеством ведомств (PBOC, SSE, SCRC, NDRC или NAFMII)	Объединена в рамках Комитета по стандартам зеленых облигаций
Доступные категории проектов	38 широко определяемых категорий, включая ископаемое топливо	204 конкретизированных категории, за исключением ископаемого топлива (кроме природного газа)
Международная стандартизация	Ограниченное соответствие международным стандартам	Полное соответствие принципам ICMA

Продолжение таблицы 10

1	2	3
Основа верификации проекта	Формально-техническое соответствие базовой категории (категориям) проекта	Более подробная спецификация, снижающая риски «зеленого камуфляжа» и руководство принципом отсутствия вреда («Do no harm»)
Стандартизация раскрытия информации	Поощряется, однако не стандартизируется	Обязательное раскрытие информации по установленным правилам
Требования к отчетности	Общие правила годовой/квартальной отчетности, ESG-отчетность может включаться	Стандартизация требований к отчетности, разработаны шаблоны и формы

Источник: составлено автором.

Таблица 11 – Сравнительная таблица отличительных особенностей составления эмиссионной документации по «зеленым» облигациям в Китае

Особенность	Регулирование 2015–2018 гг. (2020 г.)	Регулирование 2021 г. – н. в.
1	2	3
<i>Offering Circulars / Проспект эмиссии</i>		
Требования к включаемой информации	Общее описание проекта и его ключевых характеристик	Детальное описание проекта, основных импакт-факторов, характеристика его соответствия национальным и международным стандартам зеленых облигаций
Информация об управлении рисками	Требование о наличии информации об управлении рисками	Требование подробного раскрытия ESG-рисков, разработка правил управления рисками, обязанность раскрытия информации о наступлении риск-событий
Международная стандартизация	Факультативно	Полное соответствие ICMA
Уведомление о расположении ESG-отчетности, отчетности об устойчивости	Отсутствовало	Включается в раздел «Отчетность» (Reporting)
Требование к корпоративной ESG-структуре и раскрытию информации о её членах (комитетах и т.д.)	Отсутствовало	Включается в раздел информации о структуре управления, комитетах. (например, С. 165 по выпуску №15 и С. 157 по выпуску № 16 из приложения Д

Продолжение таблицы 11

1	2	3
<i>Документы внешней проверки / сертификации / External Review / Certification Document</i>		
Требования к квалификации лица/организации	Отсутствовали стандартизированные требования	Разработаны стандартизированные требования к квалификации проверяющих, форма отчета должна содержать основные сведения о квалификации и праве проведения проверки
Элементы, подверженные проверке	Проверялось соответствие базовым требованиям проекта	Комплексная проверка и подготовка заключения по ESG-отчетности эмитента, его корпоративной структуре, климатических и иных ESG-рисках, негативных факторах, заключение о достижимости поставленных целей в определенные эмитентом сроки
Сведения о периодичности	Единоразово	Регулярная внешняя проверка
<i>Рамочное соглашение (аналог решения о выпуске и программы облигаций) / Framework Documents</i>		
Изменения касаются только содержания прав относительно доступных категорий проектов		

Источник: составлено автором.

Раскрытый генезис демонстрирует условную траекторию, проделанную китайским финансовым рынком в ходе развития инструментов финансирования проектов устойчивого развития, которой российский рынок ценных бумаг был во многом лишен. Изначально переняв «наилучшие» мировые практики (в том числе китайские), многие из раскрытых итоговых правовых механизмов были имплементированы в отечественный правопорядок, минуя стадию масштабной рыночной адаптации, объемных общественных консультаций. От этого пострадали, в первую очередь, эффективность и целесообразность локальных подходов к регулированию общественных отношений в данной сфере, например, механизмы безусловной верификации, нацеленные на борьбу с «зеленым камуфляжем», имеют смысл в том случае, если практики «зеленого камуфляжа» действительно реализуются недобросовестными инвестополучателями.

В условиях же неразвитого рынка финансирования проектов устойчивого развития, когда подавляющая доля получателей инвестиций в Секторе устойчивого развития так или иначе аффилирована с государством, меры такого рода лишь представляют собой сдерживающий фактор для привлечения денежных средств в Секторе устойчивого развития иными инвестополучателями, частными корпорациями и некоммерческими организациями.

Более того, как уже отмечалось ранее, многие критерии проектов (таксономия), содержащиеся в Постановлении Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587 несовершенны сами по себе в своей детализации. Отдельные пункты таксономии в части «критериев соответствия» наделены пометкой «без дополнительных критериев» (81 пункт). Из этого следует, что указанные «направления» проектов не наделены «критериями» вовсе и, как следствие, установление факта соответствия проекта критериям производится непосредственно верифицирующей организацией без четких параметров такой верификации. С одной стороны, указанный подход являет собой тот самый искомый нами эффективный рыночный механизм, когда предполагаемая независимой организация определяет значимый эффект от перспектив реализации проекта устойчивого развития, однако, с другой стороны, этот подход противоречит самому смыслу установления таксономии проектов — четкого описания их критериев (подход, реализованный в Китае). Также в сопоставлении с зарубежными практиками, не до конца определенными остаются основания, согласно которым в Российской Федерации была реализована описанная дифференциация на направления, наделенные дополнительными критериями, и направления, которые такими «дополнительными» критериями не наделены. Это порождает своего рода необоснованную дискриминацию направлений устойчивого развития на те, в рамках которых якобы могут быть допущены злоупотребления, и те, которые верифицируются с учетом отдельных изъятий и исключений. Таким образом, отечественные направления проектов

устойчивого развития фактически разграничиваются на «наделенные дополнительными критериями» и «не наделенные дополнительными критериями», что, на наш взгляд, требует значительной переоценки либо в одну, либо другую сторону.

В первом варианте, так как рынок финансирования проектов устойчивого развития в Российской Федерации может быть обозначен развивающимся, а показатели его капитализации незначительны как в сравнении с иными секторами отечественного финансового рынка, так и зарубежными рынками финансирования устойчивого развития, видится целесообразным разработать механизм упрощенной верификации инструментов финансирования устойчивого развития. Например, следует не применять конкретные критерии соответствия проектам (зеленым, адаптационным, социальным и прочим) в случае, если проект реализуется субъектом малого и среднего предпринимательства и (или) если более 50% (или иная экономически-обоснованная доля) от доходов (выручки) лица зависят от продуктов и услуг, способствующих устойчивому развитию и при этом, в обоих случаях верифицирующая организация дает положительное заключение о соответствии проекта целям устойчивого развития. В этих случаях компетенции верифицирующих организаций по идентификации таких инструментов и проектов будут условно расширены, выходя за рамки технических параметров Постановления Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 № 1587.

**П р и м е ч а н и е** – Под техническими параметрами имеются в виду ограничительные критерии проектов, например п. 2.1.7 таксономии зеленых проектов (выбросы  $\text{NO}_x$  — не более  $250 \text{ мг/м}^3$ ) или п. 2.1.1.1 таксономии адаптационных проектов (сокращение выбросов  $\text{CO}_2$  более чем на 20%).

В действительности, даже проекты, которые не полностью соответствуют данным критериям, но также ориентированные на достижение близких к указанным показателям, могут оказывать положительное влияние на достижение целей устойчивого развития. Ориентиром для реализации указанного подхода является первая таксономия «зеленых» проектов Китая, которая допускала финансирование даже низкоэффективных проектов, связанных с углеродоемкой промышленностью и поспособствовала базовому формированию рынка инструментов финансирования устойчивого развития, его поэтапному становлению.

В свою очередь, второй вариант приближен к нынешней модели Китая и сопряжен с дальнейшим совершенствованием нормативных критериев верификации проектов и фактическим исключением «усмотрения» верифицирующих организаций по направлениям, в отношении которых дополнительных критериев не предусмотрено. Такой подход, во-первых, позволит сблизить процедуры верификации инструментов финансирования устойчивого развития России и Китая и, во-вторых, в перспективе полностью исключит реализацию практик «зеленого камуфляжа». Однако в свете нынешних низких экономических показателей развития в Российской Федерации Сектора устойчивого развития этот подход сопряжен с сопутствующим риском замедления развития общественных отношений в сфере выпуска инструментов финансирования устойчивого развития, связанного с ужесточением верификационной процедуры, которое может сопровождаться снижением интенсивности размещения как новых выпусков облигаций, направленных на те или иные цели устойчивого развития, так и иных финансовых инструментов, преследующих те же цели.

В то же время подходы к формированию эмиссионной документации в Российской Федерации и в Китае во многом схожи, о чем свидетельствует пример формирования проспектов ценных бумаг (Offering Circulars), рассмотренный в рамках нижеследующей сравнительной таблицы 12, а также сравнительный анализ содержания рамочных соглашений (Framework Documents) и решений о выпуске программ облигаций.

Таблица 12 – Сравнительная таблица отличительных особенностей составления проспектов эмиссии ценных бумаг по «зеленым» облигациям в России и Китае

Особенность	Китай / 2025	Российская Федерация / 2025
1	2	3
Требования к включаемой информации	Детальное описание проекта, основных импакт-факторов, характеристика его соответствия национальным и международным стандартам зеленых облигаций	Схожие дополнительные сведения об облигациях, идентифицируемых в качестве «зеленых», «социальных» и прочих (пункт 7.7 приложения 2 к Положению № 714-П)

Продолжение таблицы 12

1	2	3
Информация об управлении рисками	Требование подробного раскрытия ESG-рисков, разработка правил управления рисками, обязанность раскрытия информации о наступлении риск-событий.	<p>В проспекте ценных бумаг отсутствует спецификация ESG-рисков (рисков, связанных с финансированием проектов устойчивого развития), в их отношении реализуется общий подход (пункт 1.3 приложения 2 к Положению № 714-П) и эмитенты самостоятельно определяют перечень сопутствующих рисков</p> <p>Требования о раскрытии сведений такого рода предъявляются только к сообщению о существенном факте (пункт 49(1).2 Положения № 714-П)</p>
Международная стандартизация	Полное соответствие ICMA	Большинство элементов соответствует международным стандартам
Уведомление о расположении ESG-отчетности, отчетности об устойчивости	Включается в раздел «Отчетность» (Reporting).	Общая отчетность эмитента по устойчивому развитию не формализована. Сведения об отчете об использовании денежных средств, полученных от размещения соответствующих типов облигаций включаются в пункты 4.2.2–4.2.3 Отчета эмитента эмиссионных ценных бумаг (приложение 3 к Положению № 714-П)
Требование к корпоративной ESG-структуре и раскрытии информации о её членах (комитетов и т.д.)	Включается в раздел информации о структуре управления, комитетах. (например, С. 165 по выпуску №15 и С. 157 по выпуску № 16 из приложения Д	Не регламентировано

Источник: составлено автором.

Данный аспект достоин положительной оценки и, как представляется, отдельные позитивные тренды, реализуемые китайскими эмитентами, могли бы также быть привнесены в российскую практику [126]. В частности, интерес представляет раскрытие в проспекте ценных бумаг и (или) сообщениях

о существенных фактах информации о корпоративной ESG-структуре (органах управления юридического лица, сформированных для разработки частных целей устойчивого развития корпорации и отслеживающих их достижение — комитеты исполнительных и (или) надзорных органов, структурные подразделения).

Включение такой информации в проспект ценных бумаг позволило бы инвесторам ознакомиться со значимой для них корпоративной структурой эмитентов, оценить «серьезность» ориентированности корпорации на достижение ключевых для нее показателей устойчивого развития. К тому же требование о раскрытии указанной информации само по себе способно побудить эмитентов к формированию соответствующих комитетов и подразделений, так как указание в проспекте ценных бумаг на отсутствие соответствующей корпоративной структуры, несмотря на положительный результат верификации финансового инструмента, способно оказать негативное влияние на уровень инвестиционной привлекательности для инвесторов Сектора устойчивого развития.

В этом же контексте упоминания достойна и сопутствующая потребность в назревшей актуализации Кодекса корпоративного управления (далее — ККУ), ныне рекомендуемого к применению акционерными обществами, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам, в редакции приложения к Письму Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления». В рамках действующих рекомендаций соблюдение принципов устойчивого развития носит исключительно декларативный характер, а единственной четко сформулированной рекомендацией является рекомендация по раскрытию информации в области социальной и экологической ответственности — «отчет общества об устойчивом развитии, составленный в соответствии с международной признанными стандартами» (пункт 291 ККУ). Указанная рекомендация в нынешних условиях, в системной взаимосвязи с ранее рассмотренными тенденциями, видится неполной и требует комплексного

переосмысления. В частности, полагаем, что детализированные рекомендации, сопряженные с достижением целей устойчивого развития, должны быть дополнительно включены в раздел ККУ о системе управления рисками и внутреннего контроля, тем самым гармонизируясь с предложенными новыми требованиями к раскрытию информации в проспекте ценных бумаг и (или) сообщениях о существенных фактах. В частности, полагаем целесообразным включить в данный раздел рекомендации по формированию либо постоянно действующего органа юридического лица / структурного подразделения, устанавливающего частные цели устойчивого развития, стоящие перед корпорацией, и контролирующего их достижение, либо рекомендующего формировать рабочую группу, реализующую схожие функции в отношении конкретного проекта (проектов) вплоть до его (их) завершения.

С учетом того, что одной из ключевых причин первоначальной разработки Кодекса корпоративного управления было стимулирование привлечения инвестиций (в том числе иностранных), подобные рекомендации, направленные на сближение с практикой корпоративного управления (в контексте устойчивого развития) дружественных иностранных государств, могут возыметь аналогичный положительный эффект и поспособствовать притоку розничных и иностранных инвестиций в российский Сектор устойчивого развития.

**Таким образом,** по результатам анализа практики реализации законодательных положений, регламентирующих рынок ценных бумаг для целей устойчивого развития Российской Федерации и Китая, разработан ряд предложений, нацеленных на гармонизацию правопорядков Российской Федерации и Китая в контексте достижения целей устойчивого развития и глобализации рынков ценных бумаг, на которых осуществляется привлечение финансирования на соответствующие цели.

В частности, из анализа следует идейная близость подходов Российской Федерации и Китайской Народной Республики к правовому

регулированию привлечения инвестиций на цели устойчивого развития. Российское правовое регулирование, как и китайское, преимущественно исходит из установления четких критериев (таксономии) проектов устойчивого развития. Тем не менее в рамках отечественного правопорядка указанные критерии обладают меньшей детализацией, нежели в Китае, что, с одной стороны предоставляет верифицирующим организациям и лицам, привлекающим инвестиции, более широкие возможности по структурированию проектов устойчивого развития и, соответственно, привлечению денежных средств на их реализацию. С другой стороны, разность в подходах определения критериев проектов ограничивает возможности в организации трансграничного размещения и обращения ценных бумаг устойчивого развития, так как сопутствующие проекты для одного из правопорядков могут не относиться к «проектам устойчивого развития», в то время как другой правопорядок оценивает их именно в таком качестве [125].

Более того, сохранение диспозитивных начал при разработке конкретных критериев проектов видится в своем содержании противоречивым и порождает дискриминацию в среде направлений реализуемых проектов по их критериям (одни направления наделены четкими критериями, а другие нет). Таким образом, отечественные направления проектов устойчивого развития фактически разграничиваются на «наделенные дополнительными критериями» и «не наделенные дополнительными критериями», что, на наш взгляд, не обосновано и требует значительной переоценки либо в одну, либо другую сторону. В этом же контексте видится возможной разработка послаблений для отдельных субъектов предпринимательской деятельности. Например, отказ от применения конкретных критериев соответствия проектам (зеленым, адаптационным, социальным и так далее) в случае, если проект реализуется субъектом малого и среднего предпринимательства и (или) если более 50% (или иная экономически-обоснованная доля) от доходов (выручки) лица зависят от продуктов и услуг, способствующих устойчивому развитию.

Обозначенный подход, связанный с полной конкретизацией критериев (таксономии) проектов (по модели Китая) для крупного бизнеса и отказом от конкретных критериев (таксономии) для отдельных субъектов при сохранении «направлений» позволил бы одновременно уравнивать требования к проектам, реализуемым крупными эмитентами, с требованиями иностранных правопорядков и при этом стимулировать рост количества проектов, направленных на достижение целей устойчивого развития, реализуемых субъектами малого и среднего предпринимательства, тем самым развивая как национальный рынок ценных бумаг в сегменте проектов с малой капитализацией, так и трансграничный рынок, участниками которого являются преимущественно крупные корпорации (например, «Русал», United Company RUSAL International PJSC).

Сравнительный анализ эмиссионной документации российских и китайских эмитентов также позволил сформулировать рекомендации по совершенствованию требований к раскрытию информации российскими эмитентами. В частности, высокой перспективой обладает раскрытие в проспекте ценных бумаг и (или) сообщениях о существенных фактах информации о корпоративной ESG-структуре (органах управления юридического лица, сформированных для разработки частных целей устойчивого развития корпорации и отслеживающих их достижение, — комитеты исполнительных и (или) надзорных органов, структурные подразделения). Имплементация таких требований в отечественный правопорядок позволила бы инвесторам знакомиться со значимой для них корпоративной структурой эмитентов, оценивать «серьезность» ориентированности корпорации на достижение ключевых для нее показателей устойчивого развития исходя из реализованной в ней системы внутреннего контроля. В то же время подобные изменения в требованиях к раскрытию информации тесно сопряжены с формированием соответствующей корпоративной структуры, что характеризует назревшую потребность в актуализации Кодекса корпоративного управления.

## Заключение

В результате проведенного исследования были изучены ключевые вопросы, связанные с регулированием российского рынка ценных бумаг для целей устойчивого развития. В рамках обозначенной темы внимание было сосредоточено на соблюдении баланса между теоретическим осмыслением основ соответствующей сферы правового регулирования и решением практических, прикладных задач, стоящих перед Российской Федерацией и участниками финансового рынка в контексте привлечения финансирования на социально и экологически значимые проекты, независимо от их «верификации» посредством публично-правовых механизмов. В рамках настоящего исследования мы исходим из потребности в оптимизации именно рыночных механизмов, рассматривая их развитие преимущественно на основе диспозитивных, частно-правовых методов регулирования, руководствуясь наиболее валидными теоретическими исследованиями российских и зарубежных ученых, а также примерами отечественной и зарубежной практики.

В этом контексте важно отметить, что структура настоящего исследования предполагает системное, разностороннее изучение содержания общественных отношений на рынке ценных бумаг, связанных как с правовой природой ценных бумаг устойчивого развития, так и возникновением таких ценных бумаг — размещением (допуском на финансовый рынок), их обращением на «вторичном рынке» и особенностями инфраструктуры рынка таких ценных бумаг устойчивого развития. В связи с этим принципиально важной задачей стало определение центральных понятий и выработка расширительного подхода к пониманию сектора устойчивого развития как сектора рынка, включающего в себя совокупность всех видов и категорий (типов) ценных бумаг, выпускаемых с целью привлечения финансирования на достижение целей устойчивого развития, о чем напрямую или косвенно свидетельствуют правоустанавливающие документы по таким ценным

бумагам. Согласно авторскому видению, в рамках рыночной экономики для инвесторов и лиц, привлекающих инвестиции, механизм публично-правовой верификации конкретных проектов в качестве проектов «устойчивого развития» и установление соответствующего статуса для выпусков ценных бумаг, посредством которых финансируется такой верифицированный проект, носит вторичный характер и при узком понимании значительно ограничивает совокупный потенциал развития финансирования социально и экологически значимых проектов, не прошедших формальную процедуру верификации. В то же время такой подход потенциально сопряжен с сегментированным ростом рисков недобросовестного поведения лиц, привлекающих инвестиции, выражающемся в реализации «зеленого камуфляжа». В связи с этим обеспечение экономического роста Сектора устойчивого развития непременно должно сопровождаться совершенствованием терминологической базы, процедур допуска финансовых инструментов (и их обращения), развитием национальной и международной финансовой инфраструктуры, в том числе в плоскости саморегулирования и некоммерческих объединений, а также при совершенствовании корпоративных процедур.

Реформирование устоявшейся системы финансирования проектов устойчивого развития является естественным процессом и связано с растущими потребностями государства и общества в обеспечении разнообразия способов и источников привлечения свободных денежных средств, созданием условий для формирования адаптируемых правовых механизмов, ориентированных на извлечение конкретных положительных эффектов посредством свободно структурируемых сделок по ценным бумагам, поэтому так важна стабильность и теоретическая определенность дефинитивного ряда. При этом чрезмерная формализация понятий на уровне законов или подзаконных актов способна оказать скорее негативный эффект на конъюнктуру регулируемых общественных отношений, ограничить стороны в возможностях персонализации и адаптации структуры обязательств,

связанных с ценными бумагами или обязанными по ним лицами, в том числе, в связи с тем, что любое нормативное установление, меняющее «правила игры», может ухудшать положение сторон, вступавших изначально в правоотношения в совершенно иных правовых и экономических реалиях [69]. В связи с этим разработанное понятие ESG-рейтинга как профессионального мнения о количественных и качественных характеристиках деятельности рейтингуемого лица (лиц) в области устойчивого развития, включающего сопоставимую оценку экологического, социального и управленческого компонентов и относящегося к рейтингуемому лицу (лицам) или финансовому инструменту, является надлежащим результатом теоретического осмысления складывающихся в этой сфере общественных отношений, аккумулирующих большинство проявлений, связанных с внешней профессиональной оценкой социально-экологического воздействия лица (лиц), но не являет собой абсолютизацию означенного термина, требующую его закрепления исключительно в нормативных правовых актах, тем самым снижая потенциал к адаптации рейтинговых и рейтингуемых лиц.

В свою очередь, рассмотрение содержания правового регулирования рынка ценных бумаг, способствующего достижению целей устойчивого развития, позволило, во-первых, обособить этот рыночный сектор от рынка ценных бумаг в целом и, во-вторых, выделить отдельные элементы его содержания, которые в дальнейшем были подвергнуты более детальному анализу. К примеру, в рамках такового были дополнительно исследованы «объекты гражданских прав, ориентированные на достижение целей устойчивого развития» и сформулирована позиция, в рамках которой положительный эффект может достигаться не только посредством реализации проектов (действия), но и вытекать из онтологической сущности объекта права (к примеру, художественная ценность обладает культурным и социальным значением сама по себе, то есть её «существование» (сохранение) уже достигает отдельные цели устойчивого развития), независимо от реализации

с его помощью каких бы то ни было проектов.

Обозначенная конъюнктура общественных отношений предопределила потребность в разработке расширенной классификации ценных бумаг, включаемых в сектор устойчивого развития, по признаку потенциала их ориентации на достижение социального, экологического или иного полезного эффекта в рамках заявленных целей устойчивого развития. Их юридическое содержание может быть различным, они могут удостоверить различные типы прав (корпоративные права, права требования возврата суммы займа и процентов по нему, а также иные имущественные права). Однако тем, что их объединяет, является юридическая возможность структурирования прав ценных бумаг таким образом, чтобы посредством заложенного в них правового механизма напрямую или косвенно достигалась конкретная цель (или цели) устойчивого развития, определенная (определенные) в основных национальных и международных стратегических документах — Распоряжении Правительства Российской Федерации № 1912-р, Указе Президента Российской Федерации № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и перспективу до 2036 года», Парижском соглашении по климату (2015 г.), Резолюции ООН от 25 сентября 2015 № 70/1 и прочих. Для соблюдения принципов обоснованности и научности при формировании авторской классификации ценных бумаг устойчивого развития было произведено соотношение целей устойчивого развития с правовым регулированием различных видов, категорий (типов) ценных бумаг, которые по результатам соотношения были объединены в классификацию, включающую в себя облигации, акции, инвестиционные паи, клиринговые сертификаты участия, цифровые свидетельства, а также отдельные подвиды, категории (типы) рассмотренных видов ценных бумаг, проиллюстрированные в приложении А. Особая ценность данной классификации, на наш взгляд, выражается в разработке вариантов привлечения финансирования на цели устойчивого развития не только по модели долговых ценных бумаг, образующих заемный капитал,

но и посредством долевых ценных бумаг. Подобное разнообразие правовых механизмов способствует формированию благоприятного секторального инвестиционного климата и предоставляет получателям инвестиций, инвесторам и прочим участникам финансового рынка дополнительные возможности.

Так, в действительности субъектный состав участников рынка ценных бумаг устойчивого развития, как и было вскользь упомянуто ранее, выходит за границы связи инвестор – получатель инвестиций и представляет собой весьма запутанную инфраструктурную систему, включающую в себя также верификаторов, методологические центры, провайдеров ESG-рейтингов, организаторов торговли, андеррайтеров и иных участников финансового рынка, некоторые из которых вступают в специфицированные отношения с инвесторами и инициаторами инструмента финансирования устойчивого развития или проекта устойчивого развития (они же получатели инвестиций), например, оказание услуг по присвоению ESG-рейтинга, верификации проекта устойчивого развития, верификации инструмента финансирования устойчивого развития, а некоторые правоотношения являются универсальными для рынка ценных бумаг и изначально развивались за пределами сектора устойчивого развития (андеррайтинг, листинг и прочее). Однако даже универсальность правоотношения самого по себе не свидетельствует о том, что отдельный субъект не развивает в отношении ценных бумаг устойчивого развития особого подхода (примером тому является образование Сектора устойчивого развития (в узком смысле) на Московской Бирже, а также его сегментирование; формирование кредитными рейтинговыми агентствами специальных рейтингов организаций, которым присвоен ESG-рейтинг, и прочие проявления обозначенной специфики).

Сохраняя ключевой паттерн исследования о целесообразности развития частно-правовых механизмов и сохранения диспозитивных начал, отмечается потребность формирования единообразной методологической базы, солидаризации условий присвоения ESG-рейтингов, листинга,

андеррайтинга, формирования рейтингов и рэнкингов на рыночной основе при ограничении роли государства в рыночных процессах. Представляется, что сближение подходов, применяемых разными субъектами рынка ценных бумаг устойчивого развития, должно быть банально более «выгодным» как для субъектов инфраструктуры финансового рынка, так и для инвесторов. Это одновременно повысит прозрачность процессов, их понятность, объективную верифицируемость и кадровую мобильность в инфраструктуре, позволит формировать долгосрочные параметры баланса интересов. Наиболее подходящим решением, положительно зарекомендовавшим себя в мировой практике, видится формирование некоммерческой организации в форме ассоциации (союза), объединяющей под своей эгидой ключевые субъекты рынка ценных бумаг устойчивого развития и представителей государства, представляющей им частно-правовые механизмы солидаризации подходов к явлениям сектора устойчивого развития. При этом такой подход к реализации взаимодействия между разными уровнями и видами субъектов сохраняет возможность установления ведущей роли государства в процессах формирования и управления некоммерческой организацией (например, через органы государственной власти и (или) институты развития).

Однако внедрение предложенных правовых механизмов неразрывно связано и с процедурами допуска различных видов ценных бумаг на финансовый рынок и их обращения. В исследовании делается акцент на дифференциации особенностей эмиссии и (или) возникновения права собственности на долговые и долевые ценные бумаги устойчивого развития, обусловленное как их правовой природой и различием процедур, так и общим объемом практики их выпуска в рамках отечественного правопорядка (в Российской Федерации развит преимущественно рынок облигаций, направленных на достижение целей устойчивого развития при минимизации роли прочих финансовых инструментов, обладающих, по нашим оценкам, высоким потенциалом в данной сфере).

Так, в рамках проработки допуска долевых ценных бумаг исследовалась их правовая природа в контексте формирования по ним прав и обязанностей, направленных на достижение обязанностям по ценной бумаге лицом (эмитентом) целей устойчивого развития, а также развитие механизма конвертации акций непубличных акционерных обществ, в том числе путем пересмотра существующего в них порога объема конвертируемых акций (25% от размера уставного капитала), накладывающего нецелесообразные, в случае с непубличными обществами, ограничения на автономию воли акционеров. В контексте тезиса о роли «объектов гражданских прав, ориентированных на достижение целей устойчивого развития» исследован обретающий популярность за рубежом правовой механизм выпуска акций и паев на искусство (художественные ценности), и разработаны основные ориентиры по его адаптации, системному внедрению и совершенствованию, с учетом нынешних финансово-экономических условий и потребностей.

В свою очередь, исследование выпуска облигаций носило более таргетированный характер, в частности, в связи с вступлением в силу постановления Правительства Российской Федерации от 06.11.2024 № 1492 «О внесении изменений в постановление Правительства Российской Федерации от 15 апреля 2023 г. № 603» и возникновением нового типа облигаций — облигаций технологического суверенитета, была выявлена потребность в актуализации правового регулирования эмиссии целевых облигаций, дана оценка целесообразности внесения изменений в Стандарты эмиссии ценных бумаг. Ключевым тезисом в рамках развития рынка долговых ценных бумаг является предложение таргетированного перехода к обязательной электронной государственной регистрации выпусков таких ценных бумаг и организации непрерывного процесса эмиссии облигаций, требующих верификации в качестве инструментов устойчивого развития. Действующее регулирование предполагает обособленность процедур верификации инструментов устойчивого развития и их выпуска, что затрудняет эмитентам доступ к привлечению инвестиций, хотя de-facto без

первого второе становится невозможным. Это сделало этап верификации фактическим этапом процедуры эмиссии отдельных категорий облигаций, что значительно уступает «бесшовной» процедуре эмиссии.

Принципиально важным значением для исследования также обладают предпринятые попытки решения группы проблем, в том числе связанных со следующими явлениями:

«зеленым камуфляжем» («greenwashing»), когда в целях решения обозначенной проблемы предлагается к реализации комплексный, дифференцированный подход, заключающийся в установлении баланса между механизмами строгой верификации финансовых инструментов на основании многоуровневой системы проверки (дифференцированной по размеру хозяйствующего субъекта (малый, средний, крупный) и по источникам доходов соответствующего субъекта (доля доходов от реализации проектов устойчивого развития)) и формированием стимулов к созданию профессиональными участниками рынка ценных бумаг специальных фондовых индексов, рэнкингов и рейтингов, совершенствованием системы раскрытия информации в сфере устойчивого развития;

дисбалансом интересов на рынке ценных бумаг, проявляющимся в довольно низкой заинтересованности российских частных инвесторов в финансировании проектов устойчивого развития в силу сравнительно низкой доходности по таким финансовым инструментам и, как следствие, трудностях лиц, привлекающих инвестиции, с прохождением всех надлежащих процедур верификации при отсутствии гарантий привлечения достаточного количества денежных средств на цели устойчивого развития. В условиях экономической нестабильности, финансовых кризисов и высоких политических рисков участники рынка менее ориентированы на достижение социально и экологически полезного эффекта, придерживаясь более консервативных стратегий и формируя приоритеты максимизации дохода (прибыли) в краткосрочной и среднесрочной перспективе [51]. К тому же высокая долговая нагрузка на бизнес не стимулирует предпринимателей

принимать на себя дополнительные риски.

Для решения проблемы трансграничной изолированности рынка и обеспечения роста доли Российской Федерации в мировом секторе устойчивого развития разработан комплекс мер по совершенствованию подходов к раскрытию информации о корпоративной ESG-структуре (органах управления юридического лица, сформированных для разработки частных целей устойчивого развития корпорации и отслеживающих их достижение — комитеты исполнительных и (или) надзорных органов, структурные подразделения) в проспекте ценных бумаг и (или) сообщениях о существенных фактах, а также отмечается потребность в актуализации Кодекса корпоративного управления. По результатам сравнительного анализа эмиссионной документации в Российской Федерации и Китае также предложена конкретизация критериев (таксономии) проектов, которые в Российской Федерации не конкретизированы.

По результатам проведенного исследования сделан вывод о достижении поставленной цели и решении поставленных задач. Обобщены результаты исследования и сформулированы основные выводы и предложения по совершенствованию правового регулирования рынка ценных бумаг в целях устойчивого развития Российской Федерации.

## Список литературы

### Нормативные правовые акты

1. Российская Федерация. Законы. Конституция Российской Федерации [принята 12 декабря 1993 г. всенародным голосованием (с изменениями, внесенными Законом Российской Федерации о поправках к Конституции Российской Федерации от 14 марта 2020 г. № 1-ФКЗ и одобренными в ходе общероссийского голосования 1 июля 2020 г. (редакция от 06.10.2022)]. – Официальный интернет-портал правовой информации pravo.gov.ru. – Текст : электронный. – URL : <http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&nd=102027595> (дата обращения: 20.12.2025).

2. Российская Федерация. Законы. Бюджетный кодекс Российской Федерации : федеральный закон от 31.07.1998 № 145-ФЗ (редакция от 25.06.2025) [принят Государственной Думой 17 июля 1998 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19702/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702/) (дата обращения: 01.07.2025).

3. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) : федеральный закон от 30.11.1994 № 51–ФЗ (редакция от 31.10.2024) [принят Государственной Думой 21 октября 1994 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/) (дата обращения: 01.07.2025).

4. Российская Федерация. Законы. О винограде и виноделии в Российской Федерации : федеральный закон от 27.12.2019 № 468-ФЗ (редакция от 13.06.2023) [принят Государственной Думой 18.12.2019]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_341772/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_341772/) (дата обращения: 01.07.2025).

5. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в отдельные

законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон от 11.06.2021 № 192-ФЗ (редакция от 23.11.2024) [принят Государственной Думой 19.05.2021]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_386889/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_386889/) (дата обращения: 01.07.2025).

6. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг : федеральный закон от 27.12.2018 № 514-ФЗ (редакция от 27.12.2018) [принят Государственной Думой 18.12.2018]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_314630/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_314630/) (дата обращения: 01.07.2025).

7. Российская Федерация. Законы. О государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ» : федеральный закон от 17.05.2007 № 82-ФЗ (редакция от 10.07.2023) [принят Государственной Думой 20.04.2007]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_68404/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_68404/) (дата обращения: 01.07.2025).

8. Российская Федерация. Законы. О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте : федеральный закон от 07.02.2011 № 7-ФЗ (редакция от 22.07.2024) [принят Государственной Думой 28.01.2011]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_110267/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_110267/) (дата обращения: 01.07.2025).

9. Российская Федерация. Законы. О международных компаниях и международных фондах : федеральный закон от 03.08.2018 № 290-ФЗ (редакция от 08.08.2024) [принят Государственной Думой 26.07.2018].

– Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_304052/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_304052/)  
(дата обращения: 06.04.2026).

10. Российская Федерация. Законы. О переводном и простом векселе : федеральный закон от 11.03.1997 № 48-ФЗ (редакция от 11.03.1997) [принят Государственной Думой 21.02.1997]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_13669/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_13669/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

11. Российская Федерация. Законы. О публично-правовой компании «Фонд развития территорий» и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон от 29.07.2017 № 218-ФЗ (редакция от 30.12.2021) [принят Государственной Думой 21.07.2017].  
– Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_221171/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_221171/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

12. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг : федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (редакция от 27.10.2025) [принят Государственной Думой 20.03.1996]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_10148/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

13. Российская Федерация. Законы. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ (редакция от 15.12.2025) [принят Государственной Думой 27.06.2002].  
– Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_37570/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

14. Российская Федерация. Законы. О центральном депозитарии :

федеральный закон от 07.12.2011 № 414-ФЗ (редакция от 28.12.2024) [принят Государственной Думой 17.11.2011]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_122865/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122865/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

15. Российская Федерация. Законы. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ (редакция от 27.10.2025) [принят Государственной Думой 22.07.2020]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_358753/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

16. Российская Федерация. Законы. Об акционерных обществах : федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (редакция от 31.07.2025) [принят Государственной Думой 24.11.1995]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

17. Российская Федерация. Законы. Об инвестиционных фондах : федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (редакция от 29.11.2021) [принят Государственной Думой 11.10.2001]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_34237/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

18. Российская Федерация. Законы. Об ограничении выбросов парниковых газов : федеральный закон от 02.07.2021 № 296-ФЗ (редакция от 02.07.2021) [принят Государственной Думой 01.06.2021]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_388992/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_388992/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

19. Российская Федерация. Законы. Об организованных торгах : федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ (редакция от 31.07.2025) [принят Государственной Думой 02.11.2011]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_121888/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_121888/) (дата обращения: 01.02.2026).

20. О внесении изменений в постановление Правительства Российской Федерации от 15 апреля 2023 № 603 [Постановление Правительства Российской Федерации от 06.11.2024 № 1492] / Собрание законодательства Российской Федерации. – 18.11.2024. – № 47. – ст. 7110.

21. О Правительственной комиссии по вопросам агропромышленного, рыбохозяйственного комплексов и устойчивого развития сельских территорий [Постановление Правительства Российской Федерации от 22.12.2023 № 2251] / Собрание законодательства Российской Федерации. – 25.12.2023. – № 52. – ст. 9675.

22. 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 [Постановление Правительства РФ от 21.09.2021 № 1587] / Собрание законодательства Российской Федерации. – 04.10.2021. – № 40. – ст. 6818.

23. Об утверждении Меморандума о финансовой политике государственной корпорации развития ВЭБ.РФ» [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 10 августа 2021 г. № 2208-р (редакция от 15.06.2023)] / Собрание законодательства Российской Федерации. – 23.08.2021. – № 34. – Ст. 6222.

24. О стандартах эмиссии ценных бумаг [Положение Банка России от 19.12.2019 № 706-П (редакция от 04.03.2024)] / Вестник Банка России. – 26.05.2020. – № 37-38.

25. Об утверждении перечня иностранных государств и территорий,

совершающих недружественные действия в отношении Российской Федерации, российских юридических и физических лиц [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 05.03.2022 № 430-р] / Собрание законодательства Российской Федерации. – 14.03.2022. – № 11. – Ст. 1748.

26. Об утверждении целей и основных направлений устойчивого (в том числе зеленого) развития Российской Федерации [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 14.07.2021 № 1912-р] / Собрание законодательства Российской Федерации. – 26.07.2021. – № 30. – Ст. 5814.

27. О допуске ценных бумаг, относящихся в соответствии с личным законом лица, обязанного по ним, к ценным бумагам схемы коллективного инвестирования, к организованным торгам, проводимым российской биржей [Указание Банка России от 18.08.2021 № 5887-У] / Вестник Банка России. – 06.10.2021. – № 69.

28. О критериях, которым должна соответствовать организация, осуществляющая учет прав на ценные бумаги, в которой осуществляется учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц, и критериях, которым должна соответствовать иностранная организация, осуществляющая учет прав на ценные бумаги, в которой депозитарию, осуществляющему учет прав на ценные бумаги иностранных эмитентов, открыт счет лицу, действующего в интересах других лиц [Указание Банка России от 27 сентября 2024 г. № 6867-У] / Вестник Банка России. – 04.12.2024. – № 50.

29. О порядке квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг [Указание Банка России от 03.10.2017 № 4561-У] / Вестник Банка России. – 16.04.2018. – № 32.

30. О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов [Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У] / Вестник Банка России. – 22.11.2016. – № 103.

31. Базовый стандарт совершения операций на финансовом рынке при осуществлении деятельности форекс-диллера [утвержден Банком России

(протокол от 20 февраля 2025 г. № КФНП-4)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_499147/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_499147/)  
(дата обращения: 01.02.2026).

32. Базовый стандарт совершения микрофинансовой организацией операций на финансовом рынке [утвержден Банком России, (протокол от 24 апреля 2025 г. № КФНП-13)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_504375/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_504375/)  
(дата обращения: 01.02.2026).

33. Базовый стандарт совершения управляющим операций на финансовом рынке [утвержден Банком России (протокол от 7 августа 2025 г. № КФНП-26)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_511966/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_511966/) (дата обращения: 01.02.2026).

### **Нормативные правовые акты, утратившие силу**

34. Российская Федерация. Законы. Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг : федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ (редакция от 14.07.2012) [принят Государственной Думой 15.07.1998] (утратил силу с 02.08.2019) – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL : [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19587/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19587/)  
(дата обращения: 01.07.2025).

35. Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов [Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 28 декабря 2010 г. № 10-79/пз-н] (утратил силу с 18.12.2016) / Бюллетень нормативных

актов федеральных органов исполнительной власти. – 02.05.2011. – № 18.

36. О внесении изменений в некоторые нормативно-правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам [Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 6 августа 2009 г. № 09-30/пз-н] (утратил силу с 06.04.2021) / Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 21.12.2009. – № 51.

### **Международные договоры и соглашения**

37. Парижское соглашение от 12 декабря 2015 года / Бюллетень международных договоров. – 07.04.2020. – № 4. – с. 17-35.

38. Соглашение о трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах в государствах – членах Евразийского экономического союза (подписано в г. Алматы 31.01.2025) – Правовой портал ЕАЭС. – Текст : электронный. – URL : <https://docs.eaeunion.org/documents/236/9851/> (дата обращения: 07.04.2026).

### **Диссертации и авторефераты диссертаций**

39. Алексеева, Д.Г. Банковская безопасность : правовые проблемы : специальность 12.00.14 «Административное право, финансовое право, информационное право» : диссертация на соискание ученой степени доктора юридических наук / Алексеева Диана Геннадьевна ; Российский университет дружбы народов. – Москва, 2011. – 465 с. – Библиогр.: с.432-464.

40. Балыкин, В.И. Повышение эффективности банковского надзора в Российской Федерации : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Балыкин Владимир Игоревич ; Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации. – Москва, 2022. – 216 с. – Библиогр.: с.173-207.

41. Бутурлин, И.В. Финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации и Европейском Союзе : специальность 12.00.04 «Финансовое право, налоговое право, бюджетное право» : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора юридических наук / Бутурлин Илья Владимирович ; Московский государственный юридический университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА). – Москва, 2020. – 23 с. – Библиогр.: с. 23. – Место защиты: Московский государственный юридический университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА).

42. Вайпан, В.А. Реализация принципа социальной справедливости в правовом регулировании предпринимательской деятельности : специальность 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора юридических наук / Вайпан Виктор Алексеевич ; Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова. – Москва, 2019. – 57 с. – Библиогр.: с. 51-57. – Место защиты: Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова.

43. Вержбицкий, И.В. Формирование системы управления рисками деятельности банковских групп на рынке финансовой аренды : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Вержбицкий Игорь Вадимович ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2023. – 238 с. – Библиогр.: с. 208-231.

44. Вершило, Н.Д. Эколого-правовые основы устойчивого развития : специальность 12.00.06 «Земельное право; природоресурсное право; экологическое право; аграрное право» : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора юридических наук / Вершило Николай Дмитриевич ; Институт государства и права Российской академии наук. – Москва, 2008. – 53 с. – Библиогр.: с. 50-53. – Место защиты: Институт государства и права Российской академии наук.

45. Вилкова, Т.Б. Конфликты интересов при осуществлении брокерской

деятельности на рынке ценных бумаг и методы их разрешения : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Вилкова Татьяна Борисовна ; Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2007. – 185 с. – Библиогр.: с. 149-166.

46. Губин, Е.П. Правовые проблемы государственного регулирования рыночной экономики и предпринимательства : специальность 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» : диссертация на соискание ученой степени доктора юридических наук / Губин Евгений Парфирьевич ; Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова. – Москва, 2005. – 431 с. – Библиогр.: с. 400-431.

47. Гурьянов, А.В. Правовое регулирование отношений корпоративного контроля и управления в холдингах : специальность 5.1.3. Частно-правовые (цивилистические) науки : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Гурьянов Андрей Владимирович ; Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова. – Москва, 2024. – 29 с. – Библиогр.: с. 29. – Место защиты: Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова.

48. Дедова, М.Д. Эффективность правового регулирования рынка ценных бумаг : специальность 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» : диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Дедова Мария Дмитриевна ; Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ. – Москва, 2013. – 202 с. – Библиогр.: с. 180-202.

49. Карпов, К.А. Финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации : специальность 5.1.2. Публично-правовые (государственно-правовые) науки : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Карпов Кирилл Александрович

; Московский государственный юридический университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА). – Москва, 2023. – 26 с. – Библиогр.: с. 22-26. – Место защиты: Московский государственный юридический университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА).

50. Ларькова, Е.А. Формирование системы российских инвестиционных фондов на основе ESG-принципов : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Ларькова Елизавета Андреевна ; Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова. – Москва, 2025. – 197 с. – Библиогр.: с. 147-171.

51. Лаутс, Е.Б. Система антикризисного регулирования рынка банковских услуг: предпринимательско-правовой аспект : в 2-х томах : специальность 5.1.3. Частно-правовые (цивилистические) науки : диссертация на соискание ученой степени доктора юридических наук / Лаутс Елизавета Борисовна ; Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова. – Москва, 2025. – 597 с. : том 1 (с. 1-303), том 2 (с. 301-597). – Библиогр.: с. 491-597.

52. Любарская, Н.В. Государственное регулирование эмиссии акций в Российской Федерации: Административно-правовые вопросы : специальность 12.00.14 «Административное право; административный процесс» : диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Любарская Наталья Витальевна ; Уральская государственная юридическая академия. – Екатеринбург, 2006. – 206 с. – Библиогр.: с. 184-206.

53. Мамонтов, В.А. Правовое обеспечение публичных интересов в сфере предпринимательской деятельности : специальность 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Мамонтов Виктор Александрович ; Московский университет МВД России. – Москва, 2012. – 24 с. – Библиогр.: с. 23-24. – Место защиты: Московский университет

МВД России.

54. Рахимов, З.Ю. Развитие финансового инструментария ответственного инвестирования : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Рахимов Зохид Юсупович ; Санкт-Петербургский государственный университет. – Санкт-Петербург, 2022. – 420 с. – Библиогр.: с. 144-164.

55. Ручкина, Г.Ф. Финансово-правовое регулирование предпринимательской деятельности в Российской Федерации : специальность 12.00.14 «Административное право, финансовое право, информационное право»; специальность 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» : диссертация на соискание ученой степени доктора юридических наук / Ручкина Гульнара Флюоровна ; Академия управления МВД России. – Москва, 2004. – 552 с. – Библиогр.: с. 512-552.

56. Сухановский, Ю.А. Андеррайтинг ценных бумаг на фондовом рынке России : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Сухановский Юрий Анатольевич ; Российская Академия Предпринимательства. – Москва, 2010. – 25 с. – Библиогр.: с. 25. – Место защиты: Российская Академия Предпринимательства.

57. Червонная, О.В. Баланс интересов как основа взаимодействия партнеров по совместным предприятиям : специальность 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством (по отраслям и сферам деятельности, в том числе: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами; управление инновациями; региональная экономика; логистика; экономика труда; экономика народонаселения и демография; экономика природопользования; экономика предпринимательства; маркетинг; менеджмент; ценообразование; экономическая безопасность; стандартизация и управление качеством продукции; землеустройство; рекреация и туризм)» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата

экономических наук / Червонная Оксана Владимировна ; Уральский государственный Экономический Университет. – Екатеринбург, 1998. – 22 с. – Библиогр.: с. 21-22. – Место защиты: Уральский государственный Экономический Университет.

58. Шелкович, М.Т. Защита гражданских прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг : специальность 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право» : диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Шелкович Максим Тимофеевич ; Российский государственный гуманитарный университет (РГГУ). – Москва, 2007. – 230 с. – Библиогр.: с. 206-230.

59. Юрченко, В.Э. Хеджирование рисков российских компаний с использованием инструментов биржевого сектора международного финансового рынка : специальность 5.2.5. Мировая экономика : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Юрченко Виталий Эдуардович ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2023. – 24 с. – Библиогр.: с. 23-24. – Место защиты: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации.

### Книги

60. Абанина, Е.Н. Правовое обеспечение экологической безопасности Российской Федерации: состояние и перспективы развития : монография / Е.Н. Абанина, Е.А. Сухова. – Москва: Юстицинформ, 2022. – 222 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-7205-1811-0.

61. Абашкин, В.Л. Индикаторы цифровой экономики: 2025: статистический сборник / В.Л. Абашкин, Г. И. Абдрахманова, К.О. Вишневский, Л.М. Гохберг [и др.]. – Москва : Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики, 2025. – 297 с. – ISBN 978-5-7598-3029-0.

62. Абдрахманова, Г.И. Индикаторы цифровой экономики 2022: статистический сборник / Г.И. Абдрахманова, С.А. Васильковский, К.О. Вишневский [и др.] / редакционная коллегия: Л.М. Гохберг и [и др.]. – Москва: Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики, 2023. – 329 с. – ISBN 978-5-7598-2697-2.

63. Агарков, М.М. Учение о ценных бумагах / М.М. Агарков ; под редакцией М.М. Агаркова, В.Ю. Вольфа. – Москва : Финансовое издательство Народного комиссариата финансов СССР, 1927 (Ленинград : государственная типография имени Евгении Соколовой). – 165 с. – ISBN отсутствует.

64. Актуальные проблемы финансового права в условиях цифровизации экономики : монография / Л.Л. Арзуманова, Н.М. Артемов, О.В. Болтинова [и др.]. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью «Перспектив», 2023. – 256 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-392-39770-9.

65. Алексеев, С.С. Общая теория права : курс в 2-х томах. Том 2 / С.С. Алексеев. – Москва : Юридическая литература, 1982. – 359 с. – ISBN отсутствует.

66. Андреева, Т.К. Защита прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг. – 2-е издание / Т.К. Андреева [и др.] ; под редакцией М.К. Треушниковой, – Москва : Городец, 2009. – 398 с. – ISBN 978-5-9584-0218-2.

67. Комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». / Л.Л. Арзуманова, Т.Э. Рождественская, Л.Г. Белова, И.В. Костюк, С.В. Ротко [и др.]. – 2-е издание, исправленное и дополненное. – Москва : Юстицинформ, 2023. – Текст : электронный. – URL : <https://base.garant.ru/77341040/> (дата обращения: 14.01.2025).

68. Барков, А.В. Создание условий для развития устойчивой и безопасной информационно-телекоммуникационной инфраструктуры / А.В. Барков, А.Л. Белоусов, В.П. Ильин [и др.]. – Москва: ООО «Научно-издательский центр Инфра-М», 2025. – 177 с. – ISBN 978-5-16-112752-0.

69. Барон, Ю. Система римского гражданского права / Сочинение Профессора Боннского университета Ю. Барона ; Перевод и предисловие Л. Петражицкого. – 3-е издание (исправленное по 9-му немецкому изданию). – Санкт-Петербург : типография Ю.Н. Эрлих, 1908-1910. – ISBN отсутствует.

70. Белов, В.А. Государственное регулирование рынка ценных бумаг : учебное пособие / В. А. Белов. – Москва : Высшая школа, 2005. – 349 с. – ISBN 5-06-005376-8.

71. Белов, В.А. Ценные бумаги в коммерческом обороте : курс лекций : учебник для вузов / В.А. Белов. – Москва : Издательство Юрайт, 2026. – 306 с. – ISBN 978-5-534-05424-8.

72. Белов, В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов ; под редакцией и со вступительной статьей Е.А. Суханова. – Москва : Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. – 438 с. – ISBN 5-89158-001-2.

73. Белоглазова, Г.Н. Банковское дело. Организация деятельности коммерческого банка : учебник и практикум для академического бакалавриата / Г.Н. Белоглазова, Л.П. Кроливецкая ; под редакцией Г.Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой. – 3-е издание, переработанное и дополненное – Москва : Издательство Юрайт, 2016. – 545 с. – ISBN 978-5-9916-8390-6.

74. Берзон, Н.И. Рынок ценных бумаг : учебник для вузов / Н.И. Берзон [и др.] ; под общей редакцией Н.И. Берзона. – 6-е издание, переработанное и дополненное, – Москва : Издательство Юрайт, 2025. – 520 с. – ISBN 978-5-534-20549-7.

75. Братусь, С.Н. Субъекты гражданского права / профессор С.Н. Братусь. – Москва : Государственное издательство юридической литературы, 1950 (типография «Красный Пролетарий»). – 368 с. – ISBN отсутствует.

76. Бринчук, М.М. Правовые аспекты устойчивого развития : учебное пособие для студентов вузов / М.М. Бринчук, А.Д. Урсул,

М.Ю. Мاستушкин. – Москва : Ступени, 2005. – 301 с. – ISBN 5-94713-053-X.

77. Бюджетно-налоговые и денежно-кредитные инструменты достижения финансовой стабильности и обеспечения экономического роста : монография / М.А. Абрамова, А.Е. Белоконь, Н.Г. Вишневская [и др.] ; под редакцией М.А. Абрамовой ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва : КНОРУС, 2017. – 201 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-08127-3.

78. Габов, А.В. Ценные бумаги : вопросы теории и правового регулирования рынка : монография / А.В. Габов. – Москва : Статут, 2011. – 1106 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-8354-0726-2.

79. Предпринимательское право Российской Федерации : учебник для студентов вузов, обучающихся по специальности «Юриспруденция» / Е.П. Губин, П.Г. Лахно, Г.А. Гаджиев [и др.] ; ответственные редакторы Е.П. Губин, П.Г. Лахно – Москва : Юристъ, 2003. – 999 с. – ISBN 5-7975-0599-1.

80. Двадцать пять лет российскому акционерному закону : проблемы, задачи, перспективы развития / Д.В. Ломакин, Е.А. Суханов, О.В. Гутников [и др.] ; ответственный редактор Д.В. Ломакин. – Москва : Статут, 2021. – 412 с. – ISBN 978-5-8354-1785-8.

81. Дискуссионные проблемы теории экологического права / Е.Н. Абанина, Д.А. Абезин, А.П. Анисимов [и др.]. – Москва : Издательство «Юрлитинформ», 2020. – 544 с. – ISBN 978-5-4396-2023-4.

82. Ивлиева, А.Г. Направления и перспективы экологического регулирования / А.Г. Ивлиева. – Москва : Городец, 2019. – 190 с. – ISBN 978-5-907085-19-0.

83. Иеринг, Р. Интерес и право : Правоспособность учредителей. Интерес и право. Непреодолимая сила : перевод с немецкого / Р. Иеринг. – Ярославль : Типография Ярославской губернской земской управы, 1880. – 268 с. – ISBN отсутствует.

84. Институционально-правовые факторы обеспечения высоких стандартов экологического благополучия: отечественный и зарубежный опыт / А.В. Барков, С.Г. Павликов, М.В. Демченко [и др.]. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью «Русайнс», 2023. – 200 с. – ISBN 978-5-466-02576-7.

85. Молотников, А.Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг : учебное пособие : для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению «Юриспруденция» и специальности «Юриспруденция» / А.Е. Молотников ; Кафедра предпринимательского права юридического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова. – Москва : Стартап, 2013. – 549 с. – ISBN 978-5-9904334-3-4.

86. Мурзин, Д.В. Ценные бумаги – бестелесные вещи : Правовые проблемы современной теории ценных бумаг / Д.В. Мурзин. – Москва : Статут, 1998. – 171 с. – ISBN 5-89398-022-0.

87. Нересов, Н.О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве / Н.О. Нересов. – Москва : Статут, 1998. – 285 с. – ISBN 5-89398-016-6.

88. Нефедьев, Е.А. Торговое право. / Сочинение профессора Е.А. Нефедьева. – Москва : Типо-литография В. Рихтер, 1900. – 363 с. – ISBN отсутствует.

89. Новгородцев, П.И. Введение в философию права : Кризис современного правосознания / П.И. Новгородцев. – Санкт-Петербург : университет МВД России, Академия права, экономики и безопасности жизнедеятельности, 2000. – 347 с. – ISBN 5-8114-0168-X.

90. Обеспечение прав инвесторов в условиях цифровизации экономики опыт стран Европы и Азии / А.П. Алексеенко, И.Д. Ардентов, Ш.Ч. Армстронг [и др.]. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью «Перспект», 2021. – 128 с. – ISBN 978-5-392-33598-5.

91. Петров, М.И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг /

- М. И. Петров. – Санкт-Петербург : Питер, 2005. – 231 с. – ISBN 5-469-00608-5.
92. Победоносцев, К.П. Курс гражданского права. Третья часть: Договоры и обязательства. – 2-е издание, переработанное и дополненное – Санкт-Петербург : Синодальная типография, 1890. – 629 с. – ISBN отсутствует.
93. Почежерцева, З.А. Правовое регулирование рынка ценных бумаг России: частноправовые и публично-правовые начала : монография / З.А. Почежерцева / под научной редакцией В.С. Белых. – Москва : Проспект, 2015. – 169 с. – ISBN 978-5-392-14357-3.
94. Право устойчивого развития и ESG-стандарты : учебник / М.В. Мажорина, Б.А. Шахназаров, В.Б. Агафонов [и др.]. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью «Проспект», 2024. – 752 с. – ISBN 978-5-392-42025-4.
95. Правовые и финансово-экономические средства достижения целей устойчивого развития / Г.Ф. Ручкина, М.А. Лапина, И.В. Понкин [и др.] / Под редакцией Г.Ф. Ручкиной, М.А. Лапиной. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью «Издательство Прометей», 2022. – 698 с. – ISBN 978-5-00172-310-3.
96. Пьянкова, А.Ф. Обеспечение баланса интересов в гражданско-правовых договорах : монография / А.Ф. Пьянкова. – Пермь : Пермский государственный национальный исследовательский университет, 2014. – 243 с. – 100 экз. – ISBN 978-5-7944-2323-5.
97. Ручкина, Г.Ф. Устойчивое развитие малого и среднего бизнеса: финансово-экономическое и правовое регулирование : монография / Г.Ф. Ручкина, М.В. Демченко, А.А. Бакулина [и др.]. – Москва : Прометей, 2020. – 335 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-00172-039-3.
98. Ручкина, Г.Ф. Юридическое сопровождение предпринимательской деятельности : учебник и практикум – 3-е издание, переработанное и дополненное / Г.Ф. Ручкина, В.А. Баранов, М.Ю. Березин, [и др.]. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 270 с. – ISBN 978-5-534-16437-4.

99. Судейкин, В.Т. Биржа и биржевые операции / В.Т. Судейкин.  
– Санкт-Петербург : типография Северного телеграфного агентства, 1892.  
– 112 с. – ISBN отсутствует.

100. Тотьев, К.Ю. Конкурентное право : (Правовое регулирование деятельности субъектов конкуренции и монополии) : учебник / К.Ю. Тотьев.  
– 2-е издание, переработанное и дополненное – Москва : РДЛ, 2003. – 476 с.  
– ISBN 5938400422.

101. Устойчивое развитие экономики России : монография / М.Ю. Малкина, В.Я. Захаров, Ю.В. Граница [и др.] / под редакцией М.Ю. Малкиной, В.Я. Захарова. – Москва : Русайнс, 2022.  
– 170 с. – ISBN 978-5-466-01883-7.

102. Шершеневич, Г.Ф. Курс торгового права в 4-х томах, том 2. Товар. Торговые сделки / Г. Ф. Шершеневич. – Москва : Издательство Юрайт, 2025. – 480 с. – ISBN 978-5-534-07831-2.

103. Butler, W.E. Federal Law On Defence Of The Rights And Legal Interests Of Investors On The Securities Market / W.E. Butler – Oxford : Oxford University Press, 2003. – Текст : электронный // URL : <https://academic.oup.com/book/50637/chapter-abstract/421302448?redirectedFrom=fulltext> (дата обращения: 27.05.2025).

104. Fox, M.B. Securities Market Issues for the 21st Century» (2018) / M.B Fox., L.R. Glosten,; E.F. Greene, M.S. Patel. – Faculty Books. 350. – Текст : электронный – URL : <https://scholarship.law.columbia.edu/books/350> (дата обращения: 17.02.2025).

### Статьи

105. Андреева, Л.В. Переход к устойчивому развитию в условиях цифровой трансформации в России: правовой аспект / Л.В. Андреева // Право и цифровая экономика. – 2022. – № 1 (15). – С. 14-21. – ISSN 2618-8198.

106. Андреева, Л.В. Правовые условия для устойчивого развития

экономики: российский опыт / Л.В. Андреева // Четвертые цивилистические чтения памяти профессора М.Г. Прониной : сборник материалов, Минск, 11 марта 2022 года. – Минск: Академия управления при Президенте Республики Беларусь, 2022. – С. 12-16. – ISBN 978-985-527-621-1.

107. Ашмарина, Е.М. Роль публичного правового регулирования на примере финансов и финансового права (как исторической фикции) / Е.М. Ашмарина // Право и государство: теория и практика. – 2023. – № 3 (219). – С. 139-143. – ISSN 1815-1337.

108. Ашмарина, Е.М. Экономическое право России и особенности правового регулирования финансовых отношений / Е.М. Ашмарина, Н.М. Артемов // Право и государство: теория и практика. – 2020. – № 2 (182). – С. 194-197. – ISSN 1815-1337.

109. Белоусов, А.Л. Вопросы регулирования деятельности организаторов торговли на рынке ценных бумаг / А.Л. Белоусов // Финансы и кредит. – 2016. – № 12 (684). – С. 40-49. – ISSN 2071-4688.

110. Богачева, О.В. «Зеленые» облигации как важнейший инструмент финансирования «зеленых» проектов» / О.В. Богачева, О.В. Смородинов // Финансовый журнал. – 2016. – № 2 (30). – С. 70-81. – ISSN 2658-5332.

111. Бринчук, М.М. Устойчивое развитие как фактор обеспечения экологической безопасности / М.М. Бринчук // Российский юридический журнал. – 2017. – № 4 (115). – С. 155-161. – ISSN 2071-3797.

112. Глеба, О.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации / О.В. Глеба, М.А. Асеева // Economics, management, law: realities and perspectives: Collection of scientific articles. - Les Editions L'Originale, Paris, France, 2016. - С. 11-16. – ISBN 978-617-7214-26-6.

113. Глебкова, И.Ю. Статистическое исследование сбережений населения России / И.Ю. Глебкова // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2023. – № 5-1. – С. 64-67. – ISSN 1818-4057.

114. Гонгало, Б.М. Есть ли место «цифровым правам» в системе объектов гражданского права / Б.М. Гонгало, Л.А. Новоселова // Пермский

юридический альманах. – 2019. – № 2. – С. 179-192. – ISSN 2618-8260.

115. Губин, Е.П. Устойчивое развитие рыночной экономики и предпринимательства: вопросы права / Е.П. Губин // Журнал российского права. – 2022. – № 1. – С. 36-46. – ISSN 1605-6590.

116. Ирхин, И.В. Устойчивое развитие как инструмент обеспечения благополучия жизни человека (публично-правовые аспекты) / И.В. Ирхин // Конституционное и муниципальное право. – 2024. – № 1. – С. 13-17. – ISSN 1812-3767.

117. Ихаров, М.М. К вопросу об экономико-правовом регулировании интеграции Российской Федерации с дружественными странами / М.М. Ихаров // Государственная власть и местное самоуправление. – 2024. – № 12. – С. 34-37. – ISSN 1813-1247.

118. Ихаров, М.М. К вопросу о дифференциации понятий инвестиционной, предпринимательской и иной приносящей доход деятельности / М.М. Ихаров // Образование и право. – 2025. – № 10. – С. 457-463. – ISSN 2076-1503.

119. Ихаров, М.М. Об обеспечении прав кредиторов реорганизуемых юридических лиц требовать досрочного исполнения обязательств, либо прекращения обязательств и возмещения связанных с этим убытков, а также его роли в достижении целей устойчивого развития / М.М. Ихаров // Юридическая наука. – 2025. – № 9. – С. 544-548. – ISSN 2220-5500.

120. Ихаров, М.М. Об особенностях методики преподавания юридических дисциплин, характеризующихся тесной взаимосвязью изучаемых общественных отношений с финансово-экономическими аспектами / М.М. Ихаров // Традиции и инновации в современном образовательном пространстве : сборник статей молодых ученых Российской академии образования. – Москва : Российская академия образования, 2025. – С. 170-174. – ISBN 978-5-605-20007-9.

121. Ихаров, М.М. О правовом регулировании акций, выпущенных в виде цифровых финансовых активов, и перспективах их выпуска для

достижения целей устойчивого развития / М.М. Ихаров // Юридическая наука. – 2025. – № 2. – С. 156-161. – ISSN 2220-5500.

122. Ихаров, М.М. О правовом регулировании выпуска акций и паев, косвенно удостоверяющих права на художественные ценности / М.М. Ихаров // Евразийский юридический журнал. – 2025. – № 9 (208). – С. 196-198. – ISSN 2073-4506.

123. Ихаров, М.М. Правовая классификация ценных бумаг Сектора устойчивого развития в Российской Федерации / М.М. Ихаров // Право и управление. – 2024. – № 2. – С. 68-74. – ISSN 2224-9133.

124. Кашкин, С.Ю. Основные принципы правового регулирования устойчивого развития / С.Ю. Кашкин // Юрист. – 2022. – № 9. – С. 10-18. – ISSN 1812-3929.

125. Крохина, Ю.А. Инвестиционное сотрудничество России и Китая в условиях санкционного режима: пробелы правового регулирования и способы их устранения / Ю.А. Крохина // Пробелы в российском законодательстве. – 2023. – № 5, Том 16. – С. 289-295. – ISSN 2310-7049.

126. Крохина, Ю.А. Правовое регулирование инвестиционного взаимодействия России и Китайской народной республики как способ нивелирования экономических санкций / Ю.А. Крохина // Право и государство: теория и практика. – 2023. – № 8 (224). – С. 137-141. – ISSN 1815-1337.

127. Лапина, М.А. Значение экологических правоотношений для устойчивого развития России в условиях глобальных изменений / М.А. Лапина, Д.В. Карпухин // Экономика. Налоги. Право. – 2014. – № 6. – С. 121-127. – ISSN 1999-849X.

128. Латыпов, У.А. Правовое обеспечение устойчивости Российского государства / У.А. Латыпов, О.И. Чердаков // Юридическая наука. – 2017. – № 4. – С. 71-76. – ISSN 2220-5500.

129. Левашенко, А.Д. Проблема дивергенции оценок, присуждаемых лицами, оказывающими услуги по оценке устойчивого развития. Главные

тренды в области законодательного регулирования института ESG-рейтингования в России и мире / А.Д. Левашенко, И.С. Ермохин, Ю.М. Бурханова // Вестник международных организаций. – 2023. – № 3. – С. 186–204. – ISSN 1996-7845.

130. Лопашенко, Н.А. Ответственность за легализацию преступных доходов / Н.А. Лопашенко // Законность. – 2002. – № 1. – С. 21. – ISSN 0869-4486.

131. Лубягина, Д.В. Конфликт интересов на рынке ценных бумаг / Д.В. Лубягина // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). – 2024. – № 8 (120). – С. 82-89. – ISSN 2311-5998.

132. Мальцев, В.А. Баланс интересов в сфере обеспечения безопасности: понятие и механизм государственно-правового регулирования / В.А. Мальцев // Конституционное и муниципальное право. – 2007. – № 18. – С. 5-10. – ISSN 1812-3767.

133. Никитская, Е.Ф. Оценка эффективности организационно-управленческих инноваций как результата внедрения системы электронного документооборота / Е.Ф. Никитская, Г.Г. Гаранина // Интернет-журнал Науковедение. – 2015. – № 2 (27), Том 7. – С. 54. – ISSN 2223-5167.

134. Попова, Н.Ф. Необходимость создания новой правовой среды для цифровизации экономики в Российской Федерации / Н.Ф. Попова / Правовая безопасность личности, государства и общества : сборник статей XIX Международной научной конференции, Москва, 25 апреля 2019 года / Под редакцией Н.И. Архиповой, С.В. Тимофеева, Е.Ю. Князевой. – Москва : Российский государственный гуманитарный университет, 2019. – С. 203-209. – ISBN 978-5-7281-2315-6.

135. Попова, Н.Ф. Цифровизация государственного управления необходимая составляющая построения цифровой экономики РФ / Н.Ф. Попова / Актуальные проблемы административного и административно-процессуального права : сборник статей по материалам международной научно-практической конференции, Санкт-Петербург. – 2020. – С. 54-57.

– ISBN 978-5-91837-252-4.

136. Прокофьев, С.Е. Роль человеческого потенциал в контексте перехода к инновационному социально-ориентированному типу экономического развития / С.Е. Прокофьев, М.В. Елесина // Муниципальная академия. – 2018. – № 3. – С. 70-78. – ISSN 2304-831X.

137. Разумов, С.С. Включение института эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг в Бюджетный кодекс РФ: «за» и «против» / С.С. Разумов // Финансовое право. – 2019. – № 1. – С. 44-48. – ISSN 1813-1220.

138. Раянов, Ф.М. Концепция устойчивого развития и актуальные проблемы науки экологического права / Ф.М. Раянов // Труды Института государства и права Российской академии наук. – 2007. – № 5. – С. 134-139. – ISSN 2073-4522.

139. Ручкина, Г.Ф. К вопросу о правовом регулировании социальной значимости предпринимательской деятельности / Г.Ф. Ручкина // Вестник РГГУ. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2014. – № 15 (137). – С. 48-53. – ISSN 2073-6304.

140. Ручкина, Г.Ф. Правовое регулирование «зеленого» финансирования в целях устойчивого развития Российской Федерации / Г.Ф. Ручкина // Банковское право. – 2023. – № 4. – С. 7-15. – ISSN 1812-3945.

141. Ручкина, Г.Ф. Партнерское финансирование в России: проведение эксперимента по установлению специального регулирования / Г.Ф. Ручкина // Банковское право. – 2024. – № 1. – С. 7-13. – ISSN 1812-3945.

142. Савинский, С.П. Становление и развитие «зеленого» кредитования в КНР / С.П. Савинский // Экономические исследования. – 2019. – № 4. – С. 4-15. – eISSN 2079-9446. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL : <https://myeconomix.ru/upload/iblock/a16/27b191pw09lnaqoolt0te05dm3baog74.pdf> (дата обращения: 18.05.2026).

143. Сахарова, Ю.В. Виды акций и их правовой режим в зарубежном законодательстве / Ю.В. Сахарова // Вестник РГГУ. Серия: Экономика.

Управление. Право. – 2023. – № 1. – С. 133-143. – ISSN 2073-6304.

144. Симаева, Е.П. Правовое обеспечение рынка «зеленых» облигаций / Е.П. Симаева // Безопасность бизнеса. – 2020. – № 1. – С. 43-46. – ISSN 2072-3644.

145. Сеницын, С.А. Структурная нота в российском и зарубежном праве: проблемы и перспективы развития законодательства и теории / С.А. Сеницын, М.О. Дьяконова, П.Д. Печегина // Предпринимательское право – 2024. – № 1. – С. 2-9. – ISSN 2712-8865.

146. Ситник, А.А. Операции кредитных организаций с ценными бумагами по законодательству США / А.А. Ситник // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). – 2016. – № 6 (22). – С. 208-212. – ISSN 2311-5998.

147. Ситник, А.А. Цифровые инструменты противодействия антироссийским санкциям в финансовой сфере: проблемы правового регулирования / А.А. Ситник / Устойчивое развитие России: правовое измерение : сборник докладов X Московского юридического форума. В 3-х частях, Университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА). – Москва : Московский государственный юридический университет им. О.Е. Кутафина (МГЮА), 2023. – С. 338-341. – ISBN 978-5-907670-34-1.

148. Суханов, Е.А. Вступительная статья к работе В.А. Белова «Ценные бумаги в российском гражданском праве» / Е.А. Суханов. – Москва : Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. – 438 с. – ISBN 5-89158-001-2.

149. Тарасенко, О.А. Обзор круглого стола «Устойчивое развитие приграничных территорий: роль права» / О.А. Тарасенко // Право и бизнес. – 2023. – № 3. – С. 37-38. – ISSN 2712-8865.

150. Тарасова, Н.П. Индексы и индикаторы устойчивого развития / Н.П. Тарасова, Е.Б. Кручина. // Устойчивое развитие: Природа-Общество-Человек: Тезисы доклада. Международная конференция – 2006. – Том 2. – С. 127-144. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL : [https://www.cawater-info.net/eoindicators/pdf/tarasova\\_kruchina.pdf](https://www.cawater-info.net/eoindicators/pdf/tarasova_kruchina.pdf)

(дата обращения: 15.04.2026).

151. Тория, Р.А. Международно-правовое регулирование контроля за рынком ценных бумаг / Р.А. Тория, Н.А. Гасанов // Проблемы экономики и юридической практики. – 2022. – № 1, Том 18. – С. 30-35. – ISSN 2541-8025.

152. Тория, Р.А. Основные направления финансово-правового регулирования инвестиционной деятельности в Российской Федерации / Р.А. Тория // Безопасность бизнеса. – 2023. – № 4. – С. 2-9. – ISSN 2072-3644.

153. Хетагурова, З.В. К исследованию экономических интересов субъектов рынка ценных бумаг / З.В. Хетагурова // Научный вестник Южного института менеджмента. – 2013. – № 1. – С. 52-55. – ISSN 2305-3100.

154. Чердаков, О.И. Технологический суверенитет – гарантия безопасности государства / О.И. Чердаков // Безопасность бизнеса. – 2025. – № 2. – С. 2-7. – ISSN 2072-3644.

155. Шорников, Д.В. Еще раз о признаках объектов гражданских прав / Д.В. Шорников // Сибирский юридический вестник. – 2007. – № 1 (36). – С. 40-44. – ISSN 2071-8136.

156. Davis, P.A. EU Reaches Provisional Agreement on ESG Ratings Regulation. / P.A. Davis, N. Higgs, B. Critchley // Latham&Watkins. Financial Regulatory and Environmental. Social & Governance Practices. – 2024. – № 3230. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL : <https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/EU-Reaches-Provisional-Agreement-on-ESG-Ratings-Regulation.pdf> (дата обращения: 19.05.2026).

157. Kamm, J.O. American Trading in Foreign Securities. / J.O. Kamm // The Journal of Finance. – 1951. – № 4. – P. 406–418. – ISSN 0022-1082.

158. Li, S. Evaluation of ESG Ratings for Chinese Listed Companies From the Perspective of Stock Price Crash Risk. / S. Li, P. Yin, S. Liu // Frontiers in Environmental Science (2022). – ISSN 2296-665X. – Текст : электронный. – DOI 10.3389/fenvs.2022.933639. – URL : <https://www.frontiersin.org/journals/environmental->

science/articles/10.3389/fenvs.2022.933639/pdf (дата обращения: 19.05.2026).

159. Lin, L. Developing A Green Bonds Market: The Case of China / L. Lin, H. Yanrong // NUS Centre for Banking & Finance Law Working Paper 21/01 NUS Law Working Paper – 2021. – № 013. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.3880280. – URL : <https://law.nus.edu.sg/publications/developing-a-green-bonds-market-the-case-of-china/> (дата обращения: 19.05.2026).

160. Lu, L. Regulating ESG rating firms as the gatekeepers for sustainable finance / L. Lu // Capital Markets Law Journal, 2024, 19(2), – P. 184-206. – ISSN 1750-7219.

161. Lu, L. ESG-based remuneration in the wave of sustainability / L. Lu // The Journal of Corporate Law Studies. – 2023. – p. 1-43. – ISSN 1473-5970.

162. Rambo, R.G. Accounting for trading and available-for-sale investments / R.G. Rambo, C.L. Lousteau // Journal of Accounting Education. – 2003. – Volume 21, Issue 2. – P. 127-147. – ISSN 0748-5751.

163. Romano, R. The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation / R. Romano // AEI Press. – 2002. – ISBN 0-8447-4173-6.

164. Sale, H.A. Market Intermediation, Publicness, and Securities Class Actions / H. A. Sale, R.B. Thompson // Georgetown Law Faculty Publications and Other Works. – 2015. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.2687216. – URL : <https://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/1526> (дата обращения: 19.05.2026).

165. Sareh, V. Information disclosure and dynamic climate agreements: Shall the IPCC reveal it all? / V. Sareh, A. Caparrós // European Economic Review. – 2022. – Volume 143. – P. 1-24. – ISSN 0014-2921.

166. Tan, C. Private Investments, Public Goods: Regulating Markets for Sustainable Development / C. Tan // European Business Organization Law Review. – 2022. – Volume 23. – P. 241-271. – ISSN 1741-6205.

167. Weibel, M. Eurobonds: Legal Design Features / M. Weibel // Rev. Law.

Econ. – 2016. – Volume 12 (3). – P. 635-657. – ISSN 1555-5879.

168. Zhengyong, Z. Government environmental governance and firm' green innovation Evidance from listed firms in heavy pollution industries of China / Z. Zhengyong, D. Xuan, D. Yi // Finance Research Letters. – 2023. – Volume 55, part A. – P. 1-16. – ISSN 1544-6131.

169. Zhou, T. Regulation of Sponsors in China: Political Will, Regulators' Desire and Market Demands / T. Zhou, W. Li // Hong Kong Law Journal – 2018. – Volume 48 (1). – P. 1-36. – ISSN 0378-0600.

### **Материалы судебной практики**

170. «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» [Постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 23 июня 2015 года № 25] // Российская газета. – 2015. – № 140.

171. Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 6 апреля 2010 года № 17536/09 по делу № А51-11603/200844-328 // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL : <https://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=ARB&n=149728> (дата обращения: 06.04.2026).

172. United States Securities and Exchange Commission v. Volkswagen Aktiengesellschaft, [et al.]. [Case No. 19-cv-01391-CRB (AGT)] / U.S. Government. – Текст : электронный. – URL : [https://www.govinfo.gov/content/pkg/USCOURTS-cand-3\\_19-cv-01391/pdf/USCOURTS-cand-3\\_19-cv-01391-8.pdf](https://www.govinfo.gov/content/pkg/USCOURTS-cand-3_19-cv-01391/pdf/USCOURTS-cand-3_19-cv-01391-8.pdf) (дата обращения: 15.05.2025).

173. The people of the state of New York by Letitia James, Attorney General of the State of New York v. JBS USA food company and JBS USA food company holdings. [Supreme Court of the state of New York, County of New York. – Doc. № 1]. – Текст : электронный. – URL : <https://ag.ny.gov> (дата обращения:

20.05.2025).

### Электронные ресурсы

174. XIII Петербургский международный юридический форум: Право в эпоху устойчивого развития / Петербургский международный юридический форум : официальный сайт. – Санкт-Петербург. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : <https://legalforum.info/news/pravo-v-epohu-ustojchivogo-razvitija-ekologichnaja-transformatsija-biznesa-i-gosudarstva/> (Дата обращения: 15.06.2025).

175. Аналитический комментарий «Почему облигации такие дешевые? Потому что они «зеленые» / АКРА : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://www.acra-ratings.ru/research/2010/> (дата обращения: 25.05.2025).

176. Банк России предлагает оценить качество электронной регистрации выпусков ценных бумаг. Пресс-релиз / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://cbr.ru/press/event/?id=16902> (дата обращения: 06.11.2025).

177. Будущее рынка устойчивого финансирования в РФ: банки формируют рынок / АО «Эксперт РА» : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : [https://raexpert.ru/researches/sus\\_dev/esg2021/](https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg2021/) (дата обращения 25.05.2025).

178. Выпуск коммерческих облигаций. Возможности Национального расчетного депозитария для эмитентов / Национальный расчетный депозитарий : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : [https://www.nsd.ru/documents/emiss/commercial\\_bonds/](https://www.nsd.ru/documents/emiss/commercial_bonds/) (дата обращения 12.10.2024).

179. ВЭБ предложил привлечь частных инвесторов в проекты тех. суверенитета / РБК : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://www.rbc.ru/finances/24/12/2024/676957189a79472324e79917>

(дата обращения: 08.07.2025).

180. Годовой отчет Банка России за 2023 год / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : [https://cbr.ru/about\\_br/publ/god/](https://cbr.ru/about_br/publ/god/) (дата обращения: 13.01.2025).

181. Доклад. Российская Федерация и устойчивое развитие: обзор достижений, инициативы регионов, бизнеса и гражданского сектора (2020-2025) / Российская ассоциация содействия ООН : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : [https://una.ru/uploads/userfiles/file/OON\\_Report\\_2025\\_EN%20.pdf](https://una.ru/uploads/userfiles/file/OON_Report_2025_EN%20.pdf) (дата обращения 20.09.2025).

182. Единого понимания, что считать зелёными облигациями, нет / Finversia : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://www.finversia.ru/news/events/edinogo-ponimaniya-hto-schitat-zelenymi-obligatsiyami-net-82330> (дата обращения: 25.04.2025).

183. Заявление об управлении зелеными облигациями. Приложение А (Agricultural Bank of China, Green Bond Management Statement) / Agricultural Bank of China = Сельскохозяйственный банк Китая : официальный сайт. – Китай. – Текст : электронный. – URL : <https://www.abchina.com/en/investor-relations/greendbond/Green/201603/W020160317328066129429.pdf> (дата обращения: 07.03.2025).

184. Климатические риски в меняющихся экономических условиях: доклад для общественных консультаций / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://cbr.ru/press/event/?id=14418> (дата обращения: 20.09.2025).

185. Коммерсантъ, «ЗАО «Лидер» создало ЗПИФы художественных ценностей» / Коммерсантъ : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://www.kommersant.ru/doc/1486199> (дата обращения 12.10.2024).

186. Методика присвоения ESG-рейтингов компаниям и финансовым

институтам / Рейтинговый консорциум RAEX, утверждена на заседании методического комитета RAEX 19.04.2024 (Версия 3.2.) / АО «Эксперт РА» : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : [https://raex-rr.com/files/methods/RAEX\\_ESG\\_methodology.pdf](https://raex-rr.com/files/methods/RAEX_ESG_methodology.pdf) (Дата обращения: 08.05.2024).

187. Методология ESG-рейтингов. Доклад Банка России / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://cbr.ru/press/event/?id=14475> (дата обращения 10.04.2024).

188. Методология присвоения рейтингов ESG [утверждена на заседании методологического комитета № 415 от 07.08.2023] / АО «Эксперт РА» : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://raexpert.ru/docbank//591/eb8/054/ee6a529ea8f7f705810e0f8.pdf> (дата обращения: 08.05.2024).

189. Национальная программа «Цифровая экономика Российской Федерации» / Минцифры : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : <https://digital.gov.ru/target/nacionalnaya-programma-czifrovaya-ekonomika-rossijskoj-federaczii> (дата обращения: 28.10.2025).

190. Обзор финансовых инструментов: рынок флоатеров продолжил активно расти в 2024 году / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://cbr.ru/press/event/?id=23451> (дата обращения: 17.05.2025).

191. Отчетность по торгам инструментами / Биржа ЦТС : Официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : <https://openpart.centorgs.ru/openInfo/information-disclosure/trade-reporting/empty/reporting/documents/null/10/0> (дата обращения: 07.05.2024).

192. Пенсионные фонды и коллективные инвестиции / Реестры / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : [URL : https://cbr.ru/RSCI/registers/](https://cbr.ru/RSCI/registers/) (дата обращения 14.01.2025).

193. Пояснительная записка к законопроекту № 211550-7 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций» / Государственная дума Федерального собрания Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://sozd.duma.gov.ru/bill/211550-7> (дата обращения 13.01.2024).

194. Пояснительная записка к законопроекту № 319413-7 О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг / Государственная дума Федерального собрания Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://sozd.duma.gov.ru/bill/319413-7> (дата обращения: 28.10.2025).

195. Правила листинга ПАО Московская Биржа, утверждены решением Наблюдательного совета ПАО Московская Биржа 25.03.2024 г., Протокол № 23 / ПАО Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://www.moex.com/files/4hknkjhkqyyjg0z347c31dw1xx> (дата обращения: 06.05.2024).

196. Проспект ценных бумаг общества с ограниченной ответственностью «Транспортная концессионная компания» / Финам : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : [http://st.finam.ru/ipo/7697\\_0\\_Проспект.pdf](http://st.finam.ru/ipo/7697_0_Проспект.pdf) (дата обращения 16.05.2025).

197. Путин поручил упростить эмиссию бумаг небольших высокотехнологичных компаний / INTERFAX.RU : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://www.interfax.ru/business/935193> (дата обращения: 06.11.2025).

198. Решение о выпуске RU000A0JWU23 / Финам : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : [http://st.finam.ru/ipo/decision/7697\\_0\\_Решение\\_Б%2015.pdf](http://st.finam.ru/ipo/decision/7697_0_Решение_Б%2015.pdf) (дата обращения:

16.05.2025).

199. Решение о выпуске RU000A0JWU31 / Финам : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : [http://st.finam.ru/ipo/decision/7696\\_0\\_Решение\\_A1.pdf](http://st.finam.ru/ipo/decision/7696_0_Решение_A1.pdf) (дата обращения 16.05.2025).

200. Решения Банка России в отношении финансовых инструментов. ПАО «Селигдар». Пресс-релиз / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://cbr.ru/rbr/insideDKO/doc?id=39581> (дата обращения: 10.03.2025).

201. Статистика Банка России / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : [https://cbr.ru/statistics/macro\\_itm/sec\\_st/issue\\_sector/](https://cbr.ru/statistics/macro_itm/sec_st/issue_sector/) (дата обращения: 20.04.2024).

202. Товарные направления / ПАО «СПБ Биржа» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : [https://spbexchange.ru/ru/about/raskrytie\\_informacii/comm\\_ex/tov\\_napravlenia/](https://spbexchange.ru/ru/about/raskrytie_informacii/comm_ex/tov_napravlenia/) (Дата обращения: 05.09.2025).

203. Украинский кризис повлиял и на климатическую повестку / ИПН РАН : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : <https://ecfor.ru/publication/ukrainskij-krizis-i-klimaticheskaya-rovestka/> (дата обращения: 01.04.2025).

204. Устав Ассоциации составителей рейтингов, рэнкингов и иных оценок эффективности (редакция №2) / Ассоциация составителей рейтингов, рэнкингов и иных оценок эффективности : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL : [https://asrro.ru/storage/uploads/files/Устав\\_2-я\\_редакция.pdf](https://asrro.ru/storage/uploads/files/Устав_2-я_редакция.pdf) (дата обращения: 07.02.2026).

205. Asia Credit Rating Guidebook / ACRAA : официальный сайт. – Манила. – Текст : электронный. – URL : [https://acraa.com/RAW/ACRAA\\_ACRG\\_2020%20Update.pdf](https://acraa.com/RAW/ACRAA_ACRG_2020%20Update.pdf) (дата обращения:

06.04.2026).

206. Bond List / Shanghai Stock Exchange : официальный сайт. – Шанхай. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : <https://english.sse.com.cn/markets/bonds/bondslist/> (дата обращения: 08.06.2025).

207. Bonds Quotes / Shenzhen stock exchange : официальный сайт. – Шэньчжэнь. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : <https://www.szse.cn/English/siteMarketData/siteMarketDatas/lookup/index.html> (дата обращения: 08.06.2025).

208. Chicken Fat-to-Fuel Project is the Latest Green Muni Bond to Default / BLOOMBERG : официальный сайт. – Нью-Йорк. – Текст : электронный. – URL : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-13/chicken-fat-to-fuel-project-is-the-latest-green-muni-bond-to-default> (дата обращения: 20.06.2025).

209. China Stress Tests Find Default Risks in High-emitting Sectors. / ESG Investor : сайт. – Текст : электронный. – URL : <https://www.esginvestor.net/china-stress-tests-find-default-risks-in-high-emitting-sectors/> (дата обращения: 31.05.2025).

210. Climate Bonds Initiative «China Green Finance Policy Analysis Report» 2021 / Climate Bonds Initiative : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL : <https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-finance-policy-analysis-report-2021> (дата обращения: 15.04.2025).

211. Code of conduct fundamentals for domestic credit rating agencies / ACRAA : официальный сайт. – Манила. – Текст : электронный. – URL : <https://acraa.com/RAW/DCRA.pdf> (дата обращения: 06.04.2026).

212. Environmental, social and governance (ESG) ratings and Data Products Providers. Final Report № FR09/21. 2021 / The international Organization of Securities Commissions : официальный сайт. – Мадрид. – Текст : электронный. – URL : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf> (дата обращения 07.05.2024).

213. Green Bond Endorsed Project Catalogue (2015 Edition) / ICMA : официальный сайт. – Цюрих. – Текст : электронный.

– URL : <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Preparation-Instructions-on-Green-Bond-Endorsed-Project-Catalogue-2015-Edition-by-EY.pdf> (дата обращения: 01.04.2025).

214. Green Bond Endorsed Projects Catalogue (2021 Edition) / The People's Bank of China : официальный сайт. – Пекин. – Текст : электронный. – URL : <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4342400/2021091617180089879.pdf> (дата обращения: 01.04.2025).

215. Green Securities / Shanghai Stock Exchange : официальный сайт. – Шанхай. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : <https://english.sse.com.cn/markets/greensecurities/> (дата обращения: 13.06.2025).

216. Guidelines for Establishing the Green Financial System / The People's Bank of China : официальный сайт. – Пекин. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL : <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3133045/index.html> (дата обращения: 01.04.2025).

217. ISO 10962:2021(en) Securities and related financial instruments – Classification of financial instruments (CFI) code / ISO : официальный сайт. – Женева. – Текст : электронный. – URL : <https://www.iso.org/ru/standard/81140.html> (дата обращения: 06.04.2026).

218. ISO 6166:2021(en) Financial services – International securities identification number (ISIN) / ISO : официальный сайт. – Женева. – Текст : электронный. – URL : <https://www.iso.org/ru/standard/78502.html> (дата обращения: 06.04.2026).

219. SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for investors. Press release / SEC : официальный сайт. – Вашингтон. – Текст : электронный. – URL : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-31> (дата обращения: 26.04.2025).

220. SEC Charges Volkswagen, Former CEO With Defrauding Bond Investors During «Clean Diesel» Emission Fraud. Press release / SEC :

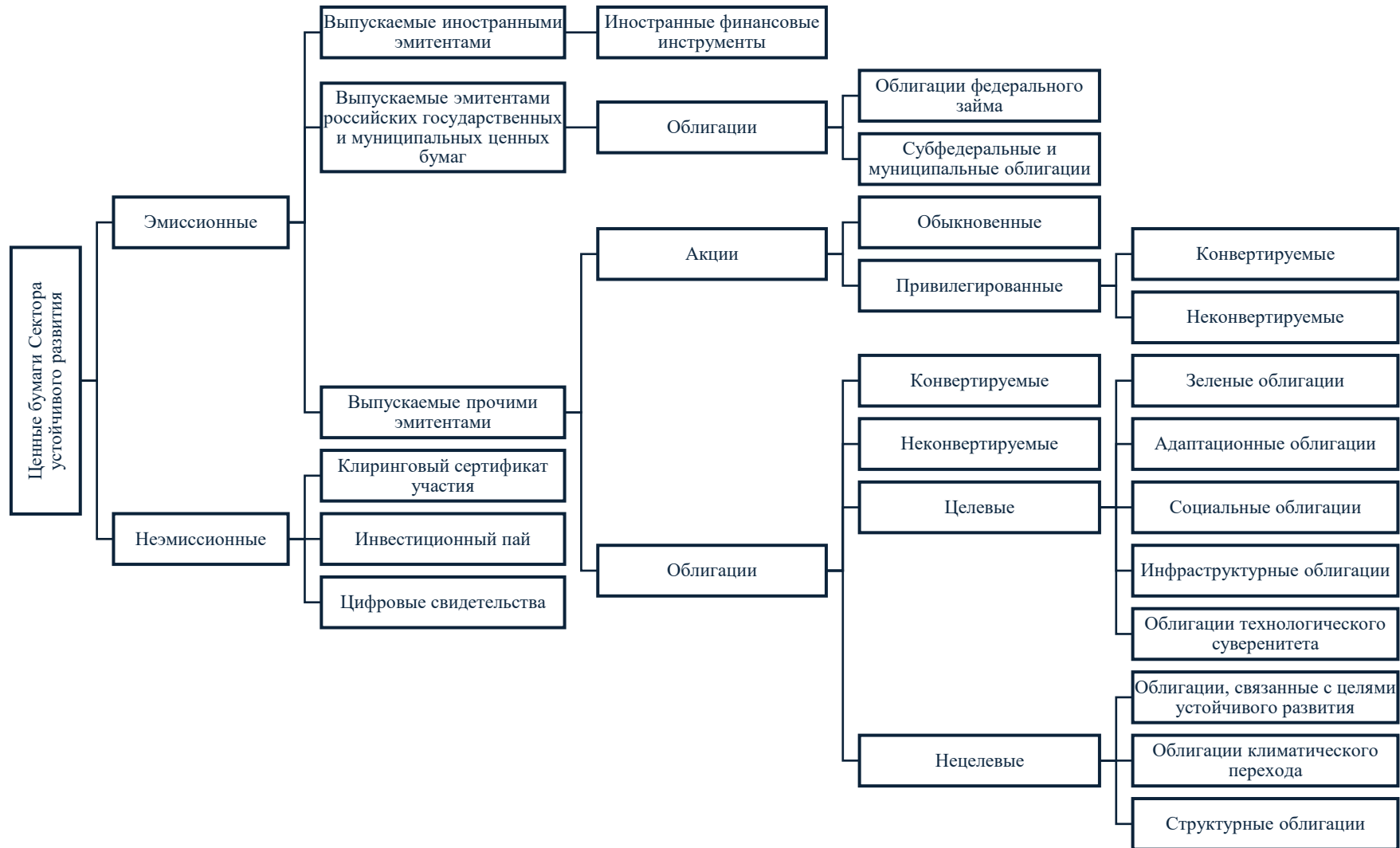
официальный сайт. – Вашингтон. – Текст : электронный. – URL : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2019-34> (дата обращения: 23.05.2025).

221. SZSE Releases ESG Ratings Methodology and ESG Indices to improve the Index System with SZSE' s Characteristics and Serve Low-carbon and Sustainable Development / SZSE : официальный сайт. – Шэньчжэнь. – Текст : электронный. – URL : [https://www.szse.cn/English/about/news/szse/t20220727\\_595057.html](https://www.szse.cn/English/about/news/szse/t20220727_595057.html) (дата обращения 12.04.2024).

222. Wildlife Conservation Bond / World Bank Group : официальный сайт. – Вашингтон. – Текст : электронный. – URL : <https://treasury.worldbank.org/en/about/unit/treasury/ibrd/wildlife-conservation-bond> (дата обращения 01.01.2025).

**Приложение А**  
(информационное)

**Классификация ценных бумаг устойчивого развития**



Источник: составлено автором.  
Рисунок А.1 – Классификация ценных бумаг устойчивого развития

## Приложение Б

(информационное)

### Сопоставление сформулированных приоритетных целей устойчивого развития в России и за рубежом

Таблица Б.1 – Сопоставление сформулированных приоритетных целей устойчивого развития в России и за рубежом

Правительство Российской Федерации*	ВЭБ.РФ**	ЕЭК***	ООН****
1	2	3	4
Сохранение, охрана или улучшение состояния окружающей среды	-	Повсеместная ликвидация нищеты во всех её формах	Ликвидация нищеты
Снижение выбросов и сбросов загрязняющих веществ и (или) предотвращение их влияния на окружающую среду	-	Ликвидация голода, обеспечение продовольственной безопасности и улучшение питания и содействие устойчивому развитию сельского хозяйства	Ликвидация голода
Сокращение выбросов парниковых газов	Обеспечение здорового образа жизни и содействие благополучию для всех в любом возрасте	Обеспечение здорового образа жизни и содействие благополучию для всех в любом возрасте	Хорошее здоровье и благополучие
Энергосбережение и повышение эффективности использования ресурсов	Обеспечение всеохватного и справедливого качественного образования и поощрения возможности обучения на протяжении всей жизни	Обеспечение всеохватного и справедливого качественного образования и поощрение возможности обучения на протяжении всей жизни для всех	Качественное образование
-	-	Обеспечение гендерного равенства и расширение прав и возможностей всех женщин и девочек	Гендерное равенство
-	Обеспечение наличия и рационального использования водных ресурсов и санитарии для всех	Обеспечение наличия и рационального использования водных ресурсов и санитарии для всех	Чистая вода и санитария

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4
-	Обеспечение всеобщего доступа к недорогим, надежным, устойчивым и современным источникам энергии для всех	Обеспечение доступа к недорогим, надежным, устойчивым и современным источникам энергии для всех	Недорогостоящая и чистая энергия
-	Содействие поступательному, всеохватному и устойчивому экономическому росту, полной и производительной занятости и достойной работе для всех	Содействие поступательному, всеохватному и устойчивому экономическому росту, полной и производительной занятости и достойной работе для всех	Достойная работа и экономический рост
-	Создание стойкой инфраструктуры, содействие всеохватной и устойчивой индустриализации и инновациям	Создание стойкой инфраструктуры, содействие всеохватной и устойчивой индустриализации и инновациям	Индустриализация инноваций и инфраструктура
-	-	Сокращение неравенства внутри стран и между ними	Уменьшение неравенства
-	Обеспечение открытости, безопасности, жизнестойкости и экологической устойчивости городов и населенных пунктов	Обеспечение открытости, безопасности, жизнестойкости и экологической устойчивости городов и населенных пунктов	Устойчивые города и населенные пункты
-	-	Обеспечение перехода к рациональным моделям потребления и производства	Ответственное потребление и производство
-	Принятие срочных мер по борьбе с изменениями климата и его последствиями	Принятие срочных мер по борьбе с изменениями климата и его последствиями	Борьба с изменениями климата
-	-	Сохранение и рациональное использование океанов, морей и морских ресурсов в интересах устойчивого развития	Сохранение морских экосистем

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4
-	Защита, восстановление экосистем суши и содействие их рациональному использованию, рациональное управление лесами, борьба с опустыниванием, прекращение и обращение вспять процесса деградации земель и прекращение процесса утраты биологического разнообразия	Защита и восстановление экосистем суши и содействие их рациональному использованию, рациональное лесопользование, борьба с опустыниванием, прекращение и обращение вспять процесса деградации земель и прекращение процесса утраты биологического разнообразия.	Сохранение экосистем суши
-	Содействие построению миролюбивых и открытых обществ в интересах устойчивого развития, обеспечения доступа к правосудию для всех и создание эффективных, подотчетных и основанных на широком участии учреждений на всех уровнях	Содействие построению миролюбивого и открытого общества в интересах устойчивого развития, обеспечение доступа к правосудию для всех и создание эффективных, подотчетных и основанных на широком участии учреждений на всех уровнях	Мир, правосудие и эффективные институты
-	Укрепление средств достижения устойчивого развития и активизация работы механизмов глобального партнерства в интересах устойчивого развития	Укрепление средств осуществления и активизации работы в рамках глобального партнерства в интересах устойчивого развития	Партнерство в интересах устойчивого развития
<p>тно Распоряжение Правительства Российской Федерации от 14.07.2021 № 1912-р «Об утверждении целей и основных направлений устойчивого (в том числе зеленого) развития Российской Федерации» // «Собрание законодательства РФ», 26.07.2021, № 30, ст. 5814.</p> <p>** Декларация о политике устойчивого развития и ответственного ведения бизнеса // Приложение 1 к протоколу заседания Правления ВЭБ.РФ от 19 декабря 2022 г. № 166, вопрос 2 // [Режим доступа: открытый] <a href="https://вэб.рф/files/?file=4c21ce758159306215d0828e8a4b4713.pdf">https://вэб.рф/files/?file=4c21ce758159306215d0828e8a4b4713.pdf</a> (дата обращения: 21.04.2024).</p> <p>*** Евразийская экономическая комиссия. Достижение целей в области устойчивого развития в евразийском экономическом союзе // [Режим доступа: открытый] <a href="https://eec.eaeunion.org/upload/files/dep_stat/econstat/statpub/SDG_23_rus.pdf">https://eec.eaeunion.org/upload/files/dep_stat/econstat/statpub/SDG_23_rus.pdf</a> (дата обращения: 21.04.2024).</p> <p>**** United Nations (2017) Resolution adopted by the General Assembly on 6 July 2017.</p>			

Источник: составлено автором.

**Приложение В**

(информационное)

**Ответ Банка России на обращение Ихарова М.М.****ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
(БАНК РОССИИ)**

107016, Москва, ул. Неглинная, д. 12, к. В  
[www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)  
тел.: (499) 300-30-00, 8 (800) 300-30-00

От 27.12.2024 № 34-7-2/4699  
на от

О рассмотрении обращения

Ихарову М.М.

[maikl.ikh@mail.ru](mailto:maikl.ikh@mail.ru)

Департамент инфраструктуры финансового рынка Банка России (далее – Департамент), рассмотрел Ваше обращение (вх. от 09.12.2024 № ОЭ-266703, далее – Обращение) и сообщает, что в соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ<sup>1</sup> Банк России не наделен полномочиями по толкованию и разъяснению вопросов применения положений федеральных законов, в том числе Закона № 259-ФЗ<sup>2</sup>. Вместе с тем Департамент полагает возможным отметить следующее.

1. По вопросам 1-2 Обращения.

В соответствии с частью 2 статьи 1 Закона № 259-ФЗ цифровыми финансовыми активами (далее – ЦФА) признаются цифровые права, включающие в том числе права участия в капитале непубличного акционерного общества, которые предусмотрены решением о выпуске ЦФА в порядке, установленном Законом № 259-ФЗ, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы. Отмечаем, что по тексту Закона № 259-ФЗ указанные ЦФА именуются также акциями непубличного акционерного общества, выпущенными в виде ЦФА. При этом обращаем внимание, что в

<sup>1</sup> Здесь и далее – Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

<sup>2</sup> 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».

соответствии со статьями 128 Гражданского кодекса Российской Федерации цифровые права и ценные бумаги являются различными объектами прав.

2. По вопросу 3 Обращения.

В соответствии с пунктом 3.16 статьи 8 Закона № 39-ФЗ<sup>3</sup> требования статей 8.1 - 8.5 указанного закона не применяются в отношении реестра акций непубличного акционерного общества в виде ЦФА. Вместе с тем, Закон № 39-ФЗ не содержит указаний, предусматривающих, что положения статьи 8.6-1 Закона № 39-ФЗ также не применяются к соответствующим отношениям.

В отношении статьи 8.10 Закона № 39-ФЗ обращаем внимание, что указанной статьей устанавливаются особенности осуществления прав по ценным бумагам, учитываемым на лицевом счете (счете депо) ЦФА, а не по акциям непубличного акционерного общества, выпущенным в виде ЦФА. Таким образом, полагаем, что указанная статья Закона № 39-ФЗ не содержит положений, направленных на регулирование отношений, связанных с акциями непубличного акционерного общества, выпущенными в виде ЦФА

Дополнительно отмечаем, что в настоящее время отсутствуют операторы информационных систем, в которых осуществляется выпуск ЦФА, правила которых предусматривают возможность выпуска указанных в Обращении ЦФА. Таким образом, выпуск таких ЦФА в настоящее время не представляется возможным.

Директор Департамента  
инфраструктуры финансового рынка

К.В. Пронин



А.В. Шевченко  
8 (495) 771-99-99, доб. 747-14

<sup>3</sup> Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

**Приложение Г**  
(информационное)

**Выборочные сведения из реестров Банка России**

Таблица Г.1 – Сведения о паевых инвестиционных фондах по состоянию на 2025 год

№ п/п	тип	статус	Краткое название	категория	Дата присвоения номера	Дата исключения	Основание исключения
1	2	3	4	5	6	7	8
1920	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Русь»	Художественных ценностей	05.10.2010	27.01.2011	Не сформирована стоимость имущества
1987	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Собрание»	Художественных ценностей	06.12.2010	22.03.2011	Не сформирована стоимость имущества
2455	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Русский Авангард»	Художественных ценностей	08.11.2012	16.01.2015	ПИФ прекращен
1858	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Собрание»	Художественных ценностей	12.08.2010	06.12.2010	Не сформирована стоимость имущества
1859	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Собрание. ФотоЭффект» под управлением Закрытого акционерного общества «Лидер»	Художественных ценностей	12.08.2010	06.12.2012	ПИФ прекращен
1894	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Атланта Арт»	Художественных ценностей	16.09.2010	06.09.2017	ПИФ прекращен
1972	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Собрание. ФотоЭффект»	Художественных ценностей	23.11.2010	09.07.2013	ПИФ прекращен
2804	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Телефонд»	Художественных ценностей	25.06.2014	10.11.2014	Не сформирована стоимость имущества

Продолжение таблицы Г.1

1	2	3	4	5	6	7	8
1975	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ ценностей «Великие мастера»	Художественных ценностей	25.11.2010	17.03.2011	Не сформирована стоимость имущества
2963	Закрытый	Исключён из реестра	ЗПИФ художественных ценностей «Телефонд»	Художественных ценностей	28.04.2015	17.09.2015	Не сформирована стоимость имущества

Источник: составлено автором с использованием данных реестра паевых инвестиционных фондов Банка России.

Таблица Г.2 – Сведения о лицензиях на осуществление деятельности инвестиционного фонда по состоянию на 2025 год

№	Полное наименование	Вид лицензируемой деятельности	Номер лицензии	Дата выдачи	Действие лицензии	Статус
1	2	3	4	5	6	7
1	Публичное акционерное общество «Инвестиционный фонд «Детство-1»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	25-000-1-00002	21.09.1999	Без ограничения срока действия	Действует
2	Публичное акционерное общество «Инвестиционный фонд «Защита»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	25-000-1-00003	21.09.1999	Без ограничения срока действия	Действует
3	Открытое акционерное общество «Инвестиционный фонд «Река»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	21-000-1-00005	22.02.2005	23.02.2010	Аннулирован
4	Публичное акционерное общество «Первый инвестиционный фонд МЕРИДИАН»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	25-000-1-00001	05.05.1999	06.03.2018	Аннулирован
5	Открытое акционерное общество «Инвестиционный фонд прямых инвестиций «РЕДДЕР»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	25-000-1-00004	19.01.2005	09.10.2008	Аннулирован
6	Открытое акционерное общество «Инвестиционный фонд прямых инвестиций «Река-1»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	25-000-1-00006	31.08.2006	01.09.2011	Аннулирован

Продолжение таблицы Г.2

1	2	3	4	5	6	7
7	Открытое акционерное общество «Акционерный инвестиционный фонд «Национальный инвестиционный приоритет»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	25-000-1-00007	13.05.2008	24.02.2015	Аннулирован
8	Открытое акционерное общество «Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	25-000-1-00008	22.05.2008	04.05.2016	Аннулирован
9	Открытое акционерное общество «Акционерный инвестиционный фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций «Центр фундаментальных исследований в области нанотехнологий»	Осуществление деятельности инвестиционного фонда	25-000-1-00009	15.07.2008	24.02.2015	Аннулирован

Источник: составлено автором с использованием данных реестра паевых инвестиционных фондов Банка России.

**Приложение Д**  
(информационное)

**Выборка выпусков облигаций, направленных на достижение целей устойчивого развития, опубликованных на официальном сайте Гонконгской биржи, учтенных для целей сравнительного анализа**

Таблица Д.1 – Выборка выпусков облигаций, направленных на достижение целей устойчивого развития, опубликованных на официальном сайте Гонконгской биржи, учтенных для целей сравнительного анализа

№	Эмитент	Тип облигации	Биржевой код / ISIN	Номинальная валюта	Дата включения в список	Дата погашения	Применимые стандарты (правила) Китая
1	2	3	4	5	6	7	8
1	MTR Corporation Ltd.	Green (зеленая)	5252 / HK0000352432	HKD	28 июля 2017 г.	17 июля 2047 г.	Green Bond Principles 2016
2	Swire Properties MTN Financing Ltd.	Green (зеленая)	5082 / XS1743657683	USD	11 января 2018 г.	10 января 2028 г.	Green Bond Principles 2017
3	Industrial and Commercial Bank of China (Asia) Ltd.	Green (зеленая)	5119 / XS1839372601	USD	22 июня 2018 г.	21 июня 2023 г.	
4	New World China Land Ltd.	Green (зеленая)	5468 / XS1915712233	USD	6 декабря 2018 г.	5 декабря 2023 г.	Green Bond Principles 2018
5	ENN Energy Holdings Ltd.	Green (зеленая)	40383 / USG3066LAF88	USD	18 сентября 2020 г.	17 сентября 2030 г.	
6	Industrial Bank Co., Ltd. Hong Kong Branch	Blue (голубая)	40463 / XS2244313685	USD	9 ноября 2020 г.	6 ноября 2023 г.	
7	Bank of China Ltd., Macau Branch	Social (социальная)	40181 / HK0000579141	MOP	6 марта 2020 г.	5 марта 2022 г.	Social Bond Principles 2018

Продолжение таблицы Д.1

1	2	3	4	5	6	7	8
8	China Construction Bank Corporation, Hong Kong Branch	Sustainability (устойчивого развития)	5173 / XS1880301228	USD	26 сентября 2018 г.	24 сентября 2021 г.	Green Bond Principles 2018 Social Bond Principles 2018 Sustainability Bond Guidelines 2018
9	Sunny Optical Technology (Group) Co. Ltd.	Sustainability Linked (связанные с целями устойчивого развития)	5676 / XS2555677215	USD	18 января 2023 г.	17 июля 2026 г.	Sustainability-Linked Bond Principles 2020
10	Bank of China Ltd., Hong Kong Branch	Transition (климатического перехода)	85941 / XS2280441721	RMB	15 января 2021 г.	14 января 2023 г.	Climate Transition Finance Handbook 2020
11	NWD (MTN) Ltd.	Social (социальная)	5321 / XS2488074662	USD	17 июня 2022 г.	16 июня 2027 г.	Social Bond Principles 2021
12	Bank of China Ltd., Hong Kong Branch	Sustainability (устойчивого развития)	84426 / HK0000917390	RMB	28 марта 2023 г.	27 марта 2025 г.	Sustainability Bond Guidelines 2021

Продолжение таблицы Д.1

1	2	3	4	5	6	7	8
13	China Construction Bank Corporation London Branch	Green (зеленая)	84400 / HK0000849247	RMB	18 мая 2022 г.	17 мая 2024 г.	Green Bond Principles 2021
14	NWD Finance (BVI) Ltd.	Green (зеленая)	5312 / XS2435611327	USD	17 июня 2022 г.	Бессрочные («The Securities are perpetual and have no maturity date» - Offering Circular page 5, 35).	
15	Agricultural Bank of China Ltd., Hong Kong Branch	Green (зеленая)	4521 / XS2436799238	USD	2 марта 2022 г.	1 марта 2025 г.	
16	Greentown China Holdings Ltd.	Green (зеленая)	4463 / XS2434935875	USD	28 января 2022 г.	27 января 2025 г.	
17	Hong Kong Mortgage Corporation Ltd.	Social (социальная)	5250 / HK0001064804	HKD	18 октября 2024 г.	17 октября 2029 г.	Social Bond Principles 2023

Источник: составлено автором с использованием данных с официального сайта Гонконгской фондовой биржи в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет».