



БИБЛИОТЕКА ЦЕНТРА ИССЛЕДОВАНИЙ ПЛАТЕЖНЫХ СИСТЕМ И РАСЧЕТОВ

# Облигации:

бухгалтерский учет в банках  
и другие аспекты работы

М.Я. БУКИРЬ



**Марина Яковлевна Букирь**  
**Облигации: бухгалтерский**  
**учет в банках и другие**  
**аспекты работы**  
Серия «Библиотека Центра  
исследований платежных  
систем и расчетов»

*Текст предоставлен правообладателем*

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=10399672](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=10399672)*

*Облигации: бухгалтерский учет в банках и другие аспекты работы /  
М.Я. Букирь.: КноРус, ЦИПСИР; Москва; 2012  
ISBN 978-5-406-02510-9*

### **Аннотация**

Рассматриваются как теоретические основы работы с облигациями в кредитных организациях, так и практические подходы к организации этого направления банковской деятельности. Активные и пассивные операции с облигациями анализируются во всех аспектах, включая юридическую составляющую, бухгалтерский учет, документооборот, управление рисками, налогообложение и др. Материал может быть использован при разработке внутрибанковских

нормативных актов по операциям с облигациями, в том числе учетной политики для целей бухгалтерского учета и налогообложения.

Рекомендуется специалистам и руководителям кредитных организаций, студентам и преподавателям экономических вузов, а также клиентам банков и всем, кто интересуется данной тематикой.

# Содержание

Глава 1	6
Нормативно-правовое регулирование	8
Федеральное законодательство	8
Нормативные акты Банка России	10
Нормативные акты ФСФР (ФКЦБ)	12
Письма, комментарии	14
Операции кредитных организаций с ценными бумагами	16
Облигация как ценная бумага	18
Основные понятия	20
Государственные облигации	32
Общий порядок эмиссии облигаций	37
Облигации и биржа	40
Глава 2	43
Формирование и развитие рынка ценных бумаг	43
Облигации в Российской империи	48
Облигации в СССР	66
Облигации в современной России	74
Государственные облигации Российской Федерации	77
Облигации Российского внутреннего выигрышного займа 1992 г. (ОРВВЗ)	77

Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО)	79
Облигации федерального займа России (ОФЗ)	87
ОФЗ с переменным купоном	89
ОФЗ с постоянным доходом	91
ОФЗ с фиксированным купонным доходом	92
ОФЗ с амортизацией долга	94
Использование ОФЗ для повышения капитализации кредитных организаций	95
Облигации сберегательного займа	97
Казначейские обязательства	99
Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ)	102
Государственные долгосрочные облигации	105
Облигации внешних облигационных займов Российской Федерации	107
Бескупонные облигации Банка России	109
Государственные облигации США	109
Облигации в исламском банкинге	110
Конец ознакомительного фрагмента.	114

# **Марина Яковлевна Букирь Облигации: бухгалтерский учет в банках и другие аспекты работы**

## **Глава 1**

### **Теоретические основы выпуска и обращения облигаций**

История банковского дела – это история поиска таких юридических форм передачи права на деньги, которые обеспечивали бы свободное, быстрое и наиболее экономичное перемещение этих прав для обеспечения потребностей торгового оборота. Одним из направлений этого развития стало появление ценных бумаг, в том числе облигаций.

Целью выпуска облигаций является привлечение свободного капитала «небольшими порциями», но зато от многих участников рынка на условиях выплаты им удовлетворяющего их дохода или, в более общей формулировке, – на условиях, которые их устраивают.

Главной особенностью облигаций является выплата ста-

бильных доходов на протяжении фиксированного периода времени. Обычно этот срок составляет от одного года до 30 лет. Благодаря этому инвестор может более или менее точно спрогнозировать сумму прибыли от вложений в эти ценные бумаги.

Исторически облигации возникли раньше акций. Еще в Средние века многие государства (государи) прибегали к выпуску государственных облигаций для финансирования своих расходов, как правило, связанных с завоевательными войнами. Однако настоящая история облигаций началась лишь в эпоху быстрого развития капитализма, когда они превратились в способ объединения частных капиталов для финансирования крупных капиталистически организованных производств во всех основных отраслях экономики.

Облигации являются сравнительно новым инструментом на отечественном финансовом рынке. Начиная с 2000 г. объем их обращения значительно увеличился; выросло число участников, эмитентов, эмиссий, финансовых инструментов.

Существует множество причин, по которым правительствам, корпорациям, международным организациям, банкам, финансовым институтам и частным лицам приходится время от времени привлекать денежные средства для финансирования своей деятельности.

# **Нормативно-правовое регулирование**

Российское федеральное законодательство и нормативные акты регуляторов – Центрального банка Российской Федерации (далее – Банк России) и Федеральной службы по финансовым рынкам (далее – ФСФР России, ФСФР) – достаточно много внимания уделяют облигациям и различным аспектам работы с ними, в том числе в отношении кредитных организаций.

## **Федеральное законодательство**

Правовые основы понятия «облигация» как ценной бумаги и одновременно формы заключения договора займа установлены:

- Гражданским кодексом Российской Федерации (далее – ГК РФ) (часть вторая, ст. 816 «Облигация»);
- Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг);
- Федеральным законом от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – Закон об акционерных обществах).

Закон о рынке ценных бумаг регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении ценных бумаг всех типов эмитентов.



Статья 33 Закона об акционерных обществах регламентирует порядок выпуска и размещения облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг общества.

Отношения, возникающие при выпуске, эмиссии, выдаче и обращении ипотечных ценных бумаг, в том числе облигаций с ипотечным покрытием, регулирует Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее – Закон об ипотечных ценных бумагах).

Налоговый кодекс Российской Федерации (далее – НК РФ) определяет особенности определения налоговой базы по налогу на доходы физических лиц (НДФЛ) и налогу на прибыль по операциям с ценными бумагами.

Федеральный закон от 2 декабря 1990 г. № 395-1 «О банках и банковской деятельности» (далее – Закон о банках и банковской деятельности) определяет среди прочего основные аспекты деятельности кредитных организаций на рынке ценных бумаг.

Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» определяет порядок осуществления эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, раскрытия информации эмитентами, исполнение ими обязательств по облигациям.

Федеральный закон от 7 августа 2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» – с

оглядкой на этот документ функционируют все направления деятельности кредитных организаций, и операции с облигациями – не исключение.

## **Нормативные акты Банка России**

Из документов Банка России, касающихся операций с облигациями, необходимо отметить следующие:

- приказ ЦБ РФ от 25 июля 1996 г. № 02-259 «Об утверждении правил ведения учета депозитарных операций кредитных организаций в Российской Федерации» (Правила № 44);
- Положение ЦБ РФ от 11 января 2002 г. № 176-П «О порядке продажи Банком России государственных ценных бумаг с обязательством обратного выкупа»;
- Положение ЦБ РФ от 25 марта 2003 г. № 219-П «Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг» – регулирует порядок размещения, обращения, обслуживания и погашения государственных облигаций;
- Положение ЦБ РФ от 25 марта 2003 г. № 220-П «О порядке заключения и исполнения сделок РЕПО с государственными ценными бумагами Российской Федерации»;
- Положение ЦБ РФ от 29 марта 2006 г. № 284-П «О порядке эмиссии облигаций Банка России»;
- Положение ЦБ РФ от 16 марта 2004 г. № 253-П «О

порядке депозитарного учета федеральных государственных ценных бумаг»;

- Положение ЦБ РФ от 26 марта 2007 г. № 302-П «О правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации» (Приложение 11);

- Положение ЦБ РФ от 14 ноября 2007 г. № 313-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска»;

- Положение ЦБ РФ от 4 марта 2010 г. № 357-П «Об условиях совершения Банком России сделок прямого РЕПО с российскими кредитными организациями на рынке государственных ценных бумаг» (для банков, выполняющих функции дилера на рынке государственных ценных бумаг);

- инструкция Банка России от 10 марта 2006 г. № 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации» (далее – Инструкция № 128-И);

- Указание ЦБ РФ от 25 июня 1999 г. № 588-У «О порядке прекращения депозитарной деятельности кредитной организации»;

- Указание ЦБ РФ от 27 декабря 2000 г. № 887-У «О порядке бухгалтерского учета операций кредитных организаций на ОРЦБ»;

- Указание ЦБ РФ от 11 января 2002 г. № 1095-У «Об особенностях Порядка бухгалтерского учета кредитными орга-

низациями операций с долговыми обязательствами Российской Федерации, подлежащими обратному выкупу Банком России»;

- Указание ЦБ РФ от 17 ноября 2008 г. № 2129-У «О переклассификации ценных бумаг по оценочным категориям» (было актуальным с 28 ноября по 31 декабря 2008 г.);
- Указание ЦБ РФ от 12 ноября 2009 г. № 2332-У «О перечне, формах и порядке составления и представления форм отчетности кредитных организаций в Центральный банк Российской Федерации»;
- Указание ЦБ РФ от 17 октября 2011 г. № 2716-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 25 марта 2003 г. № 219-П „Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг“».

## **Нормативные акты ФСФР (ФКЦБ)**

Федеральная служба по финансовым рынкам (далее – ФСФР России, ФСФР) (бывшая Федеральная комиссия по ценным бумагам, далее – ФКЦБ) ежегодно выпускает множество нормативных актов (в основном в виде приказов). С точки зрения регулирования операций с облигациями необходимы не только документы, касающиеся именно этих ценных бумаг, но и нормативные акты общего характера по рынку ценных бумаг, в том числе:

- Постановление ФКЦБ России № 32, Минфина России

№ 108 от 11 декабря 2001 г. «Об утверждении Порядка ведения внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»;

- приказ ФСФР России от 1 ноября 2005 г. № 05–59/пз-н «Об утверждении Положения о порядке определения размера ипотечного покрытия»;

- приказ ФСФР России от 1 ноября 2005 г. № 05–60/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности специализированных депозитариев ипотечного покрытия и Правил ведения реестра ипотечного покрытия»;

- приказ ФСФР России от 21 марта 2006 г. № 06–29/пз-н «Об утверждении Положения о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг»;

- приказ ФСФР России от 22 июня 2006 г. № 06–67/пз-н «Об утверждении Положения о предоставлении информации о заключении сделок»;

- приказ ФСФР России от 25 января 2007 г. № 07-4/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» (далее – Стандарты эмиссии);

- приказ ФСФР России от 19 ноября 2009 г. № 09–49/пз-н «О порядке и сроках представления отчетности профессиональными участниками рынка ценных бумаг»;

- приказ ФСФР России от 20 июля 2010 г. № 10—49/пз-н «Об утверждении Положения о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

## **Письма, комментарии**

Для более подробного исследования особенностей работы с облигациями можно использовать следующие документы ненормативного характера:

- распоряжение ФКЦБ России от 3 июня 2002 г. № 613/р «О методических рекомендациях по реализации профессиональными участниками рынка ценных бумаг требований Федерального закона от 07.08.2001 г. № 115-ФЗ „О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем“»;

- распоряжение ФКЦБ России от 18 сентября 2002 г. № 1124/р «Об утверждении Методических рекомендаций по ведению внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»;

- письмо ФСФР России от 2 июля 2009 г. № 09-ВМ-03/14905 «О некоторых вопросах, связанных с обеспечением и исполнением обязательств по облигациям»;

- письмо ФСФР России от 12 января 2010 г. № 10-СХ-03/56 «О вступлении в силу новых требований, связанных с предоставлением поручительства по облигациям».

# **Операции кредитных организаций с ценными бумагами**

Деятельность кредитных организаций на рынке ценных бумаг регламентируется, в частности, ст. 6 Закона о банках и банковской деятельности. Согласно указанной статье банки в соответствии с имеющейся у них лицензией Банка России вправе осуществлять выпуск, покупку, продажу, хранение и иные операции:

- с ценными бумагами, выполняющими функции платежного документа;
- ценными бумагами, подтверждающими привлечение денежных средств во вклады и на банковские счета;
- иными ценными бумагами, осуществление операций с которыми не требует получения специальной лицензии в соответствии с федеральными законами.

Кроме того, при наличии соответствующей лицензии банк вправе осуществлять доверительное управление перечисленными выше ценными бумагами по договорам с физическими и юридическими лицами.

Основные требования и правила выпуска облигаций банками установлены следующими законодательными и нормативными актами:

- Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»;



- приказом ФСФР России от 25 января 2007 г. № 07-4/пз-н «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»;
- инструкцией Банка России от 10 марта 2006 г. № 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации».

# **Облигация как ценная бумага**

В настоящее время к числу ценных бумаг облигация отнесена ст. 143 ГК РФ. В Гражданском кодексе РФ (ст. 816) содержится и юридическое определение облигации.

Взаимоотношения держателя облигации и ее эмитента регулируются правилами ГК РФ о договоре займа, в котором в роли заимодавца выступает держатель облигации, а в роли заемщика – эмитент.

В соответствии со ст. 816 ГК РФ (часть вторая, глава 42 «Заем и кредит», § 1 «Заем») в случаях, предусмотренных законом или иными правовыми актами, договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций.

При этом облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента, а также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости либо иные имущественные права.

Дальнейшее развитие нормы ГК РФ, касающиеся облигаций, получили в Законе о рынке ценных бумаг.

Согласно ст. 2 данного Закона облигация является эмиссионной ценной бумагой, закрепляющей право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в

ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

Облигация, как и другие эмиссионные ценные бумаги, может быть:

- именной и на предъявителя;
- обеспеченной или не обеспеченной;
- конвертируемой или не конвертируемой.

Таким образом, облигация выступает одновременно в двух ипостасях:

- 1) удостоверяет заемное обязательство, которое подлежит исполнению в установленный срок;
- 2) является эмиссионной ценной бумагой.

Правила ГК РФ о договоре займа применяются к отношениям по облигационному займу постольку, поскольку иное не предусмотрено нормативными актами, регулирующими выпуск облигаций.

Облигации могут погашаться деньгами или иным имуществом. Например, жилищные сертификаты как один из видов облигаций погашаются жильем, которое строит эмитент облигаций.

Конвертируемые облигации погашаются путем обмена на акции акционерного общества, которое выпустило такие облигации. Выпуская конвертируемые облигации, общество

планирует в будущем выпустить дополнительные акции в количестве, достаточном для погашения облигаций. Такие акции называются объявленными. Сведения о них (вид и количество) должны быть указаны в уставе общества.

## Основные понятия

Облигация (от лат. *obligatio* – обязательство; от англ. *bond* – долгосрочная, *note* – краткосрочная) – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

Облигации служат дополнительным источником средств для эмитента. Часто их выпуск носит целевой характер – для финансирования конкретных программ или объектов, доход от которых в дальнейшем служит источником для выплаты дохода по облигациям.

Экономическая суть облигаций похожа на кредитование, но не требует оформления залога и упрощает процедуру перехода права требования к новому кредитору.

Обычно доход по облигациям выше, чем доход при размещении аналогичных средств в форме банковского депозита. Сопоставление текущих доходности облигаций и ссудно-

го процента служит основой для формирования цен облигаций на вторичном рынке ценных бумаг.

Эмиссионной считается любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, если она характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени ее приобретения.

Доходом по облигации являются процент (купон) и (или) дисконт.

Облигация – долговая ценная бумага, поэтому она обладает приоритетом над акциями с точки зрения выполнения обязательств по ценным бумагам. В случае невыполнения эмитентом обязательств по облигациям инвесторы могут инициировать законные процедуры взыскания задолженности вплоть до банкротства эмитента. Однако облигации никогда не дают право на участие в управлении эмитентом.

В наиболее простой форме облигация обладает следующими четырьмя отличительными признаками:

- 1) эмитент – организация, отвечающая за выплату процентов и основной суммы держателям облигаций, как пра-

вило, через платежного агента;

2) основная (номинальная) сумма – сумма в определенной валюте, которую эмитент намерен взять в долг у инвестора и согласен возвратить;

3) купон – процентная ставка, которую эмитент согласен выплачивать инвестору. Это может быть фиксированная величина, установленная как процент от номинальной суммы облигации, или плавающая, т. е. привязанная к какому-либо индексу, например к ставке LIBOR или ставке рефинансирования ЦБ РФ;

4) срок погашения – дата, когда эмитент обязан возвратить основную сумму и произвести последний процентный платеж.

Действующее российское законодательство не предусматривает выпуска бессрочных облигаций. Однако законодательство Российской империи, например, такую возможность устанавливало. Бессрочные облигации государства (рентные облигации) не имели срока погашения и приносили их владельцам доход в виде выплаты договорного процента (этот доход назывался рентой).

Облигации выступают одним из инструментов мобилизации средств различными эмитентами.

Эмитенты, выпускающие долговые обязательства, должны быть способны обеспечить достаточные для привлечения инвесторов гарантии и обладать соответствующей кредитоспособностью. Инвесторам необходима уверенность в

надежности размещения своих средств, в том, что они получают причитающийся им процент и что основная сумма займа будет возвращена при наступлении срока.

Компании прибегают к выпуску облигаций в связи с тем, что:

- суммы, которые можно заимствовать на рынке облигаций, обычно крупнее тех, что готов предоставить отдельно взятый банк; величина займа может исчисляться миллиардами долларов;
- заемщики обычно стремятся к наиболее конкурентоспособным ставкам финансирования, которые не всегда могут быть предложены банками;
- необходимый срок займа превышает тот срок, на который банк готов предоставить средства, например, в случае финансирования долгосрочного инвестиционного плана;
- рынок облигаций позволяет быстро (иногда в течение суток) получить денежные средства.

Инвесторы – участники рынка, предоставляющие капитал займам эмитентам. В качестве вознаграждения за использование их денег они рассчитывают на регулярное получение процентных платежей в течение всего срока займа, а также ожидают возврата занятых средств на определенную дату в будущем. Размер вознаграждения тесно связан с уровнем риска.

Различают две основные группы инвесторов:

- организации (институциональные инвесторы);

- физические лица (частные инвесторы).

Владелец (в терминах ст. 816 ГК РФ – держатель) – это лицо, которому облигации принадлежат на праве собственности или ином вещном праве.

Организации, в том числе взаимные и пенсионные фонды, страховые компании и сберегательные учреждения, являются крупнейшими инвесторами в облигации, на долю которых приходится около 80 % данного рынка. Менеджеры фондов, работающие в этих организациях, распоряжаются крупными суммами от имени частных инвесторов, которые косвенным образом финансируют рынок облигаций, приобретая, например, полисы страхования жизни или пенсионные планы. Частные лица могут вкладывать средства в облигации и напрямую для получения гарантированного дохода на инвестиции.

Выпускать облигации в Российской Федерации имеют право органы исполнительной власти, органы местного самоуправления, различные виды юридических лиц.

Каким же образом эмитенты, привлекающие капитал, находят инвесторов, которые хотят получить гарантированный доход на свои вложения? Действующие на рынках облигаций посредники – торговые и инвестиционные банки, брокеры, маркетмейкеры, финансовые консультанты – сводят вместе покупателей и продавцов, тем самым обеспечивая совершение сделок на выгодной для всех сторон (включая и себя) основе. Посредники также отвечают за организацию процесса



выпуска облигаций и торговли ими.

Эмиссия облигаций (*Bonds'issuance, Bonds' offering*) – выпуск облигаций в обращение с целью привлечения заемных средств; установленная законодательством последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Выпуск облигаций – совокупность всех облигаций одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость. Выпуску облигаций присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги данного выпуска.

Дополнительный выпуск облигаций – совокупность облигаций, размещаемых дополнительно к ранее размещенным ценным бумагам того же выпуска. Облигации дополнительного выпуска размещаются на одинаковых условиях.

Выпуск облигаций организует инвестиционный банк. Он анализирует эмитента, помогает в подготовке проспекта эмиссии, организует синдикат андеррайтеров. При этом эмитент платит за анализ, консультации, организацию, андеррайтинг, а также за поддержание вторичного рынка маркет-мейкерами.

Инвестиционным банком называют банк-посредник между корпорацией-эмитентом, выпускающей ценные бумаги, и фондовым рынком. Обычной практикой для инвестиционных банков является прямое приобретение у корпорации ак-

ций или облигаций. Затем формируется синдикат для продажи ценных бумаг частным лицам и организациям.

Синдикат – группа финансовых институтов, сформированная для осуществления определенной сделки; в данном случае – для размещения облигационного займа.

Андеррайтер (от англ. *underwriter*) (на рынке ценных бумаг) – юридическое лицо, которое осуществляет руководство процессом выпуска ценных бумаг и их распределения. Андеррайтер «твердого обязательства» (*Firm commitment*) гарантирует эмитенту получение выручки от продажи ценных бумаг эмитентом, так как фактически приобретает ценные бумаги у эмитента, даже если кроме *firm commitment* андеррайтера не нашлось больше желающих купить ценные бумаги эмитента.

Андеррайтером может быть любое юридическое лицо, соответствующим образом лицензированное ФСФР, т. е. инвестиционная компания или инвестиционный банк. Это юридическое лицо и предлагает инвесторам купить выпуск ценных бумаг эмитента.

Андеррайтинг на рынке ценных бумаг может осуществляться синдикатом андеррайтеров, т. е. группой инвестиционных банков и (или) инвестиционных компаний, создаваемой на непродолжительное время для того, чтобы обеспечить продажу нового выпуска ценных бумаг по цене, установленной в предварительном соглашении. Синдикат андеррайтеров возглавляет ведущий андеррайтер, который орга-

низовывает синдикат по размещению ценных бумаг, поддерживает контакты с эмитентом и ведет учет размещенных бумаг.

Выпуск новых долговых инструментов с целью привлечения средств осуществляется на первичном рынке. После выпуска облигация может обращаться, т. е. продаваться и покупаться на вторичном рынке.

Маркетмейкер (от англ. *market maker* – создатель рынка) – фирма-брокер (дилер), которая берет на себя риск приобретения и хранения на своих счетах ценных бумаг определенного эмитента с целью организации их продаж. Маркетмейкеры действуют на внебиржевом рынке как непосредственные участники сделок. В отличие от биржевого рынка маркетмейкеры поддерживают ликвидность внебиржевого рынка. Как правило, они действуют по обе стороны – как продавцы, и как покупатели.

По признаку эмитента можно выделить следующие виды облигаций:

- государственные облигации;
- муниципальные облигации;
- корпоративные облигации.

Закон о рынке ценных бумаг выделяет следующие разновидности облигаций:

- биржевые облигации;
- облигации Банка России;
- облигации с обеспечением.

Законом об ипотечных ценных бумагах определяются облигации с ипотечным покрытием и жилищные облигации с ипотечным покрытием.

Законом о рынке ценных бумаг допускается выпуск именных облигаций и облигаций на предъявителя.

Именные облигации, как и другие именные эмиссионные ценные бумаги, могут выпускаться только в бездокументарной форме. Облигации на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме.

Документарная форма облигаций – форма выпуска облигаций, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата облигации или в случае депонирования такового – на основании записи по счету ДЕПО.

Бездокументарная форма облигаций – форма выпуска облигаций, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или в случае депонирования ценных бумаг на основании записи по счету ДЕПО.

Публичное размещение облигаций – размещение ценных бумаг путем открытой подписки, т. е. предоставление возможности приобретения облигаций неограниченному кругу лиц, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Таким образом, при открытой подписке владельцами об-

лигаций могут стать любые физические или юридические лица.

Закрытая подписка – это размещение облигаций среди заранее ограниченного круга лиц (акционеров закрытого акционерного общества или иных лиц по усмотрению органа управления).

Именные облигации (*Registered bond*) – облигации, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

Именные облигации выпускаются в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами.

Облигации на предъявителя (*Bearer bond*) не требуют идентификации владельца при переходе прав на них и осуществлении закрепленных ими прав. Права держателя удостоверяются сертификатом облигации и решением о выпуске облигаций.

Облигации на предъявителя выпускаются только в документарной форме. Владелец устанавливается на основании сертификата ценной бумаги или (в случае депонирования) на основании записи по счету ДЕПО.

В настоящее время облигации на предъявителя выпускаются редко.

Обеспеченная облигация (*Collateral trust bond*) – обли-

гация, обеспеченная залогом какого-либо движимого или недвижимого имущества выпустившей ее компании или организации, поручительством, а также банковской, государственной или муниципальной гарантией.

Обеспеченная облигация предоставляет ее владельцу все права, возникающие из обеспечения. С переходом прав на облигацию с обеспечением к новому владельцу (приобретателю) переходят все права, вытекающие из обеспечения. Передача прав, возникших из предоставленного обеспечения, без передачи прав на облигацию является недействительной.

Условия обеспечивающего обязательства должны содержаться в решении о выпуске облигаций, при необходимости – в проспекте облигаций, а при документарной форме выпуска – также и в сертификатах облигаций.

Облигации могут быть обеспечены третьим лицом. При этом решение о выпуске облигаций и (или) проспект облигаций (а при документарной форме выпуска – и сертификаты) должны быть подписаны также лицом, предоставившим такое обеспечение.

Необеспеченная облигация – облигация, не обеспеченная залогом. Обладание необеспеченной облигацией не подразумевает имущественных претензий к эмитенту.

Необеспеченные облигации выпускаются:

- в связи с отсутствием физических активов для залога;
- связи с тем, что активы уже заложены и выпуск новых обеспеченных облигаций невозможен;

- связи с финансовой устойчивостью и хорошей репутацией эмитента, позволяющей получить денежные средства в долг, не прибегая к обеспечению своих облигаций.

Конвертируемая облигация (*Convertible bond*) – облигация, дающая инвестору право выбора: рассматривать данную ценную бумагу как чистую облигацию с заложенной в ее условиях доходностью или по достижении оговоренного срока конвертировать ее в определенное число акций акционерного общества, выпустившего облигации.

Такие облигации акционерные общества не вправе размещать, если количество объявленных акций общества определенных категорий и типов меньше количества акций этих категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют такие облигации.

Идея выпуска конвертируемых облигаций состоит в том, чтобы привлечь инвесторов, которые заинтересованы не только в получении фиксированного дохода, но и в росте своих капиталовложений в случае роста акций эмитента.

Неконвертируемая облигация – ценная бумага, которая не может по своему статусу конвертироваться в другие ценные бумаги.

Государственными (муниципальными) являются облигации, выпускаемые Российской Федерацией, субъектом РФ или муниципальным образованием. При выпуске таких облигаций возникают отношения государственного (муниципального) облигационного займа.

Корпоративными облигациями (*Corporate bond*) признаются облигации, выпускаемые для финансирования частных предприятий (организаций). По таким облигациям эмитенты получают выгоду за счет более низкой процентной ставки по сравнению с банковскими кредитами.

Биржевая облигация – финансовый инструмент, не требующий регистрации эмиссии регулятором; такие ценные бумаги регистрируются самой биржей.

При эмиссии этих бумаг нет необходимости платить государственную пошлину за регистрацию выпуска. Стандарты проспекта биржевых облигаций значительно либеральнее по сравнению с корпоративными облигациями. Данный инструмент могут выпускать только компании, бумаги которых уже котируются на бирже. Срок обращения биржевых облигаций не может превышать трех лет.

## **Государственные облигации**

В международной практике можно обнаружить самые разные виды долговых обязательств государства: облигации, ноты, казначейские векселя, сертификаты, консоли и т. п. Вместе с тем большинство из них сводимы к понятию «облигация», что соответствует отечественной фондовой традиции. Исключением являются золотые сертификаты конца 1993 г. и казначейские обязательства СССР, распространявшиеся среди населения на рубеже 1990-х гг.; все остальные ценные



бумаги России и СССР, выпускающиеся на протяжении последних семидесяти лет, – облигации.

Облигации – наиболее распространенный вид ценных бумаг, выпускаемых государствами. Государственные облигации в Российской Федерации считаются наиболее цивилизованным рыночным способом формирования государственного долга.

Эмиссия облигаций государствами направлена на решение следующих задач:

- покрытие дефицита государственного бюджета (превышения расходов бюджета над его доходами);
- покрытие кассовых разрывов в бюджете (временного недостатка денежных средств, необходимых для финансирования наступивших очередных расходов по бюджету);
- привлечение денежных ресурсов для осуществления крупных проектов;
- привлечение средств для погашения задолженности по другим государственным ценным бумагам.

Облигации государства имеют, как правило, два крупных преимущества перед любыми другими ценными бумагами и активами:

- 1) самый высокий относительный уровень надежности для вложенных средств и соответственно минимальный риск потери основного капитала и доходов по нему;
- 2) наиболее льготное налогообложение по сравнению с другими ценными бумагами или направлениями вложений

капитала (часто отсутствуют налоги на операции с государственными ценными бумагами и на получаемые доходы).

Размещение государственных облигаций обычно происходит через центральные банки или министерства финансов. Основными инвесторами в зависимости от вида выпускаемых облигаций являются население, страховые компании, банки, инвестиционные компании и фонды.

Государственные облигации могут быть выпущены в бумажной (бланковой) или безбумажной форме, т. е. в виде записей на счетах в уполномоченных депозитариях. В настоящее время наблюдается тенденция к увеличению выпуска государственных облигаций в безбумажной форме.

Государственные облигации размещаются с помощью самых разных методов: это аукционные торги, открытая продажа всем желающим по установленным ценам, закрытое распространение среди определенного круга инвесторов и т. д.

Государственные ценные бумаги, как правило, занимают ведущее место на рынке облигаций, где их доля доходит до 50 %, а значит, и на всем рынке ценных бумаг, поскольку на последнем преобладают облигации. В структуре государственных ценных бумаг наибольший удельный вес имеют среднесрочные и долгосрочные облигации, но по отдельным странам имеется значительный разброс показателей, характеризующих место и структуру рынка ценных бумаг.

В зависимости от цели выпуска различают следующие разновидности государственных ценных бумаг:

- ценные бумаги, предназначенные для покрытия постоянного дефицита государственного бюджета, переходящего из года в год. Данные ценные бумаги, как правило, выпускаются в форме средне- и долгосрочных облигаций;
- ценные бумаги для покрытия временных дефицитов бюджета (кассовых разрывов). Кассовый разрыв возникает в связи с тем, что, с одной стороны, расходы государства постоянны, а с другой стороны – налоги поступают неравномерно. Вследствие этого время от времени (обычно в конце – начале квартала) возникает временный дефицит бюджета, для ликвидации которого и выпускаются краткосрочные ценные бумаги. Для этих целей обычно выпускаются не облигации, а векселя;
- выпускаемые для реализации конкретных проектов целевые облигации. Например, в Великобритании выпускались транспортные облигации формирования необходимых денежных ресурсов для национализации транспорта. В Японии практикуются выпуски строительных облигаций для реализации проектов по крупномасштабному строительству;
- ценные бумаги для покрытия предприятиями государственного долга. Такие ценные бумаги выпускались в России в 1994–1996 гг. в виде казначейских обязательств. В условиях дефицита бюджета данными казначейскими обязательствами государство рассчитывалось за работы, выполненные по государственному заказу и финансируемые из федерального бюджета. Получив вместо оплаты казначейские обяза-

тельства, предприятие продавало их на вторичном рынке. Покупатели казначейских обязательств могли рассчитаться этими бумагами по своим долгам перед государством (уплатить налоги).

Виды и срочность долговых обязательств Российской Федерации, а также структура государственного долга Российской Федерации определяются ст. 98 Бюджетного кодекса Российской Федерации (далее – БК РФ). В частности, долговые обязательства Российской Федерации могут существовать в виде обязательств:

- по государственным ценным бумагам, выпущенным от имени Российской Федерации;
- иным долговым обязательствам, ранее отнесенным в соответствии с законодательством Российской Федерации на государственный долг Российской Федерации.

В соответствии с БК РФ долговые обязательства Российской Федерации могут быть:

- краткосрочными (менее одного года);
- среднесрочными (от одного года до пяти лет);
- долгосрочными (от пяти до 30 лет включительно).

Основополагающим правовым актом, регулирующим выпуск государственных облигаций, является Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».

Положение Банка России от 25 марта 2003 г. № 219-П

«Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг» регулирует порядок размещения, обращения, обслуживания и погашения государственных краткосрочных бескупонных облигаций, облигаций федеральных займов и государственных федеральных облигаций, выпускаемых в соответствии с Законом № 136-ФЗ.

Согласно налоговому законодательству Российской Федерации (ст. 217 НК РФ), не подлежат налогообложению (освобождаются от обложения налогом на доходы физических лиц, далее – НДФЛ) суммы процентов:

- по государственным казначейским обязательствам, облигациям и другим государственным ценным бумагам бывшего СССР, государств – участников Союзного государства<sup>1</sup> и субъектов РФ;
- облигациям и ценным бумагам, выпущенным по решению представительных органов местного самоуправления.

Кроме того, не подлежат налогообложению суммы, полученные в погашение указанных облигаций.

## **Общий порядок эмиссии облигаций**

Выпуск и продажу облигаций могут осуществлять лица, прямо установленные законом или другими правовыми акта-

---

<sup>1</sup> Участниками Союзного государства в настоящее время являются Российская Федерация и Республика Беларусь (Договор между Российской Федерацией и Республикой Беларусь от 8 декабря 1999 г. «О создании Союзного государства»).

ми. В России к ним относятся юридические лица или органы исполнительной власти, либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

То, что облигация является эмиссионной ценной бумагой, означает обязанность эмитента соблюдать при ее выпуске правила, установленные Законом о рынке ценных бумаг.

Выпуск и продажа облигаций осуществляются в соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденными приказом ФСФР от 25 января 2007 г. № 07-4/пз-н.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг, в том числе облигаций хозяйственного общества, утверждается советом директоров (наблюдательным советом) или органом, осуществляющим в соответствии с законодательством функции совета директоров (наблюдательного совета) общества. Для юридических лиц других организационно-правовых форм такое решение утверждается высшим органом управления, если иное не установлено федеральными законами.

После принятия решения о размещении облигаций в акционерном обществе совет директоров готовит и утверждает специальный документ – решение о выпуске. Оно составляется в форме, установленной ФСФР России, и содержит краткое описание будущего выпуска ценных бумаг, его усло-

вий, объема прав и т. д. Решение о выпуске представляется в государственный орган, который занимается регистрацией выпусков ценных бумаг (например, в местное отделение ФСФР).

Решение о выпуске облигаций, исполнение обязательств эмитента по которым обеспечивается залогом, банковской гарантией или иными предусмотренными законодательством способами, должно также содержать сведения о лице, предоставившем обеспечение, и об условиях обеспечения.

При выпуске именных облигаций или документарных облигаций с обязательным централизованным хранением в решении указывается дата, на которую составляется список владельцев облигаций для исполнения эмитентом обязательств по этим облигациям. Такая дата не может быть установлена ранее 14 дней до наступления срока исполнения обязательств по облигациям. При этом исполнение обязательства по отношению к владельцу, включенному в список владельцев облигаций, признается надлежащим, в том числе в случае отчуждения облигаций после даты составления списка владельцев облигаций.

Статьей 27.6 Закона о рынке ценных бумаг установлены следующие ограничения на обращение эмиссионных ценных бумаг, в том числе облигаций:

- запрещается обращение эмиссионных ценных бумаг до полной их оплаты и государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска);

- запрещается публичное обращение эмиссионных ценных бумаг до регистрации проспекта эмиссии.

Процедура эмиссии облигаций включает в себя следующие этапы:

- принятие решения о размещении облигаций;
- утверждение решения об их выпуске;
- государственная регистрация выпуска облигаций;
- размещение облигаций;
- государственная регистрация отчета об итогах выпуска облигаций.

Выпуск облигаций производится как по открытой (среди неограниченного круга лиц), так и по закрытой подписке (среди заранее известного круга лиц). Он должен сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии, если осуществляется путем:

- открытой подписки;
- закрытой подписки при условии, что число приобретателей облигаций превышает 500.

Если выпуск облигаций по каким-либо причинам будет признан недействительным или несостоявшимся, денежные средства (или иное имущество) возвращаются их приобретателям в установленном порядке.

## **Облигации и биржа**

История биржи свидетельствует о том, что именно с об-



лигаций начиналась биржевая торговля ценными бумагами.

На сегодняшний день объем биржевой торговли облигациями в условиях современного развитого фондового рынка обычно невелик. Биржа при этом играет, скорее, роль выставочного стенда, на котором облигации представляются публике.

Нормативное регулирование инвестиционной деятельности, как правило, требует котировки облигаций на фондовой бирже в качестве обязательного условия для приобретения таких облигаций институциональными инвесторами. Так как большинство эмитентов, выпускающих облигации, рассчитывают заинтересовать ими институциональных инвесторов, практически все появляющиеся на рынке облигации представляются публике на бирже.

Целесообразность проведения сделок с облигациями, котировку которых на бирже, в торговом зале кажется очевидной. К тому же максимальную активность в торговле облигациями обычно проявляют крупнейшие и наиболее влиятельные члены биржи. Однако купля-продажа облигаций осуществляется в основном в условиях внебиржевого оборота, так как колебания рыночной цены применительно к облигациям редко бывают резкими, динамика изменений более предсказуема. А неустойчивость курса биржевого товара непременно вызывает у участников торговли эффект «стадного инстинкта», заставляющий их тем охотнее сбиваться в так называемую биржевую толпу – олицетворение спроса и пред-

ложения.

Характерная особенность биржевой торговли состоит в том, что биржа способна обслуживать значительные объемы поручений от клиентов на куплю-продажу ценных бумаг. В торговом зале биржи, где собирается биржевая толпа, взаимодействие заинтересованных участников в процессе осуществления сделок происходит быстро и эффективно.

Однако для торговли облигациями наиболее типичные свойства биржевой толпы, такие как способность концентрировать спрос и предложение и возможность обработки большого потока сделок, не важны. Облигации гораздо реже, чем акции, меняют своих владельцев, и задача определения их рыночной цены успешно решается дилерами, прекрасно представляющими себе текущее соотношение спроса и предложения на момент сделки. Первоначальное размещение облигаций обычно производится с помощью услуг биржи, но дальнейшая их перепродажа чаще всего осуществляется через внебиржевые сделки. Такой подход нередко закреплён нормативными документами эмитента облигаций.

# **Глава 2**

## **История облигаций**

### **Формирование и развитие рынка ценных бумаг**

Вопрос о периоде возникновения ценных бумаг как самостоятельного финансового явления не имеет однозначного ответа. Некоторые исследователи первыми ценными бумагами считают глинобитные таблички, которые использовались более трех тысяч лет назад на Древнем Востоке в качестве платежного средства и долговых расписок. Однако для признания этих артефактов ценными бумагами им не хватает одного из главных признаков таковых – обращаемости.

Большинство российских специалистов, в том числе В. И. Колесников, В. С. Торкановский, В.А. Галанов, А. И. Басов и др., первой ценной бумагой считают вексель. Появление и обращение векселя в раннем Средневековье до сих пор таит в себе множество загадок: неясно, каким образом в условиях жестоких эпидемий, тотальной неграмотности населения и отсутствия инфраструктуры (в частности, дорог) удалось «запустить в обращение» финансовый инструмент, имевший хождение во многих странах Европы.

Ценные бумаги, являющиеся таковыми в современном понимании, известны по меньшей мере с позднего Средневековья. Тогда в результате Великих географических открытий заметно расширились горизонты международной торговли и предпринимателям потребовались крупные суммы капитала, чтобы использовать новые возможности.

К XVI веку ярмарочный способ организации торговли уступил место биржевому.

В 1531 году итальянские купцы создают первое подобие биржи в городе Брюгге, который играл выдающуюся роль в международной торговле XIV–XV вв.

Термин «биржа» имеет несколько версий своего происхождения. Этимологически термин «биржа» происходит от греческого слова *byrza* (сумка, кошелек), немецкого *borse* и голландского *burse*. Одна из версий приписывает появление этого термина конкретной личности. Согласно ей, в бельгийском городе Брюгге, который находился на пересечении многих европейских торговых путей и поэтому именовался «маклером христианских народов», была особая площадь, на которой собиралось для торгов купечество. Площадь носила название «де бурсе» (*de burse*) по имени крупной маклерской конторы господина Ван де Бурсе, владевшего здесь большим домом. На доме висел герб фирмы с изображением трех кожаных кошельков (мешков), которые на местном наречии именовались *the buerse*. Владелец конторы предоставил свой дом для сбора купцов и, возможно, дал название

этой форме торговли.

Подобие современной биржи возникло в Европе в период первоначального накопления капитала и интернационализации торговых операций. Наиболее ранней формой биржевых операций стала торговля деньгами и векселями, но для появления фондовых бирж тогда еще не было условий: отсутствовали ее объекты – акции и облигации.

В 1549 году появляются биржи в Лионе и Тулузе, в 1566 г. – в Лондоне.

В начале XVI в. эволюция торговых операций привела к возникновению фондовой и товарной бирж. При этом первыми сформировались товарные биржи, на которых и началась впоследствии торговля фондовыми ценностями. Расположение товарных бирж тяготело к крупным мануфактурам и портам – центрам международной торговли.

Поскольку расходы по освоению заморских рынков сбыта и источников сырья оказались не по плечу отдельным лицам, возникли акционерные общества – английские и голландские компании по торговле с Ост-Индией, компании Гудзонава залива, которые и стали первыми крупными эмитентами ценных бумаг.

Особое значение имеет появление в 1602 г. биржи в Амстердаме, где торговали товарами с Востока (специи, табак) и с Севера (хлеб, соль, сукно). На Амстердамской бирже впервые проводилась торговля ценными бумагами: государственными облигациями Голландии, Англии, Португалии, акция-

ми Голландской, Британской, Ост-Индской и позднее Вест-Индской компаний.

С началом промышленного переворота и созданием крупных обрабатывающих предприятий широкое распространение получила торговля акциями.

После революции 1688 г. в Англии, ликвидировавшей остатки феодальных отношений в стране, начинается оживленное грюндерство (учредительство): появляются всевозможные акционерные компании, акции этих компаний выходят на биржу, организуется Английский банк.

В тот период в Англии уже существовала Лондонская биржа, которая в XVI в. была малозаметна по сравнению с Амстердамской. В XVII веке начинается ее рассвет, что, как и в случае с Амстердамской биржей, было связано с возникновением крупной торговой компании (Южно-океанской торговой компании, учрежденной в 1711 г.).

В XVI–XVII веках в Англии акционерные общества создавались также для финансирования добычи угля, дренажных и иных капиталоемких работ.

Сначала биржи торговали не столько акциями, сколько облигациями, которые охотно выпускали правительства и железнодорожные компании, нуждавшиеся в огромных средствах для создания инфраструктуры крупного машинного производства. Победное шествие акционерной собственности с конца прошлого века привело к специализации бирж на торговле акциями, а работа с облигациями сосре-

точилась на внебиржевом, «уличном», рынке.

В 60-х годах XIX в. в Германии появились универсальные инвестиционные банки, взявшие на себя весь комплекс посреднических операций с ценными бумагами в интересах промышленников, прежде всего – тяжелой индустрии. Разрабатывая нетрадиционные источники капитала, они сыграли выдающуюся роль в индустриализации таких передовых стран, как США, Германия, Швеция.

Особенно широкое развитие получил рынок ценных бумаг в США. Если в континентальной Европе бизнесмены в основном предпочитали хранить свободные денежные средства на счетах в банках, приобретать страховку или недвижимость, то в Америке большинство предпринимателей инвестировали капитал в финансовые активы. Таким образом, национальный фондовый рынок США заметно обогнал в своем развитии европейский, на нем сложился более совершенный механизм осуществления финансовых операций, и в настоящее время он по праву считается наиболее организованным и демократичным рынком ценных бумаг.

# Облигации в Российской империи

История развития рынка ценных бумаг в России, в частности облигаций государственных займов, начинается с XVIII в. Появление облигаций в Российской империи явилось определенным закономерным этапом в развитии финансовой, денежной и кредитной системы страны и всей ее экономической жизни.

До отмены крепостного права в 1861 г. в Российской империи были слабо развиты рыночные отношения. В сельском хозяйстве преобладали натуральные отношения. Продукты, производимые крепостными крестьянами, предназначались в основном для потребления в рамках данного помещичьего хозяйства. Оставшаяся их часть поступала в продажу, формируя предложение на российском товарном рынке. Промышленность в виде казенных и малочисленных частных мануфактур и появившихся в XVIII в. ремесленных производств играла еще меньшую роль в экономике страны и формировании всероссийского рынка товаров. Кроме того, на них использовался не наемный труд вольных работников, а труд людей, находящихся в крепостной зависимости от помещика. Низкая производительность такого труда тормозила быстрое развитие мануфактур. Медленное развитие рынков товаров и труда сдерживало становление рынка капиталов.



Государство было заинтересовано в сохранении крепостничества, поэтому оно сознательно ограничивало частную капиталистическую предпринимательскую деятельность и переход к многоукладной экономике, основанной на разнообразных формах собственности. В XVIII веке и первой половине XIX в. медленное развитие сельского хозяйства и промышленности, рынка товаров, кредитной системы являлось главной причиной дефицита капиталов у купечества и большинства городских ремесленников.

Процесс первоначального накопления капитала развивался в крепостной России очень медленно, поэтому экономика не могла обеспечить доходами бюджет государства. А так как Россия в то время участвовала в многочисленных войнах, то ей требовались колоссальные затраты на содержание и вооружение армии. Все это привело к хроническому дефициту бюджета государства.

До второй половины XVIII в. финансовыми ресурсами для российского правительства служили в основном реквизиции или принудительные займы у монастырей и частных лиц. Правительство Петра I, затем Елизаветы Петровны и отчасти Екатерины II предпринимало попытки получить внешние займы, но они оказались безуспешными из-за неустойчивости международной политической жизни XVIII в.

В правящих кругах и разных сословиях росло понимание недостатков денежной системы, основанной исключительно на монетном обращении. Вследствие этого одной из форм

покрытия дефицита государственного бюджета стала необходимостью выпуска бумажных денег, переход к которым стал возможным благодаря постепенному развитию товарно-денежных отношений, кредитных учреждений и созданию соответствующей технической базы для их изготовления.

В соответствии с Манифестом от 29 декабря 1768 г. были выпущены первые в России бумажные денежные знаки – ассигнации. Их выпуску способствовала нехватка средств обращения, обусловленная оживившимся торговым оборотом. По этим причинам ассигнации пользовались сначала крупным успехом. Правительство Екатерины II стало использовать эмиссию ассигнаций в фискальных целях – для покрытия экстренных расходов, связанных с войнами, и вскоре это привело к развитию инфляционных процессов.

В 1769 году благодаря успешным внешнеполитическим шагам Екатерине II удалось получить первый в истории России внешний заем. За ним последовали новые займы, в основном 5 %-ные. По ряду причин правительство Екатерины II не имело возможности самостоятельно выпустить облигации и успешно их разместить среди иностранных покупателей ценных бумаг, поэтому все соглашения о займах заключались через посредников – главным образом через голландских банкиров, прежде всего благодаря помощи голландской банкирской фирмы «Гоппе и Ко».

К концу правления Екатерины II общий государственный долг составил около 215 млн руб. Государственный кредит

был организован в трех формах: в виде выпуска бумажных денег (более 166 млн руб.); получения внешних долгосрочных займов (62 млн голландских гульденов, или 41,5 млн руб.); заимствования казначейством кредитных ресурсов у казенных банков (более 7 млн руб.). Появление и развитие каждой из этих форм стало возможным благодаря совершенствованию финансовой, кредитной и денежной систем страны.

Однако из-за хронического дефицита капиталов правительство не могло использовать размещение облигаций внутренних займов. Правительство Павла I вместо возвращения старых долгов занялось поиском путей получения новых кредитов, вновь прибегнув к услугам печатного станка. В первые годы царствования Александра I эмиссия ассигнаций усилилась особенно заметно, а с ней – и инфляционный процесс, который обесценивал денежные накопления имущих слоев населения. Это делало невыгодным предоставление кредитов, что вызвало свертывание кредитных отношений.

Таким образом, инфляционное денежное обращение сдерживало развитие капиталистических отношений, торговли и кредита.

В этих условиях правительство решило принять определенные шаги с целью стабилизации денежного обращения. В 1809 году известным государственным деятелем М.М. Сперанским при содействии профессора Н. С. Мордвинова был

подготовлен специальный «План финансов». По этому плану предполагалось целесообразным выпустить долговые процентные обязательства – облигации долгосрочного государственного займа и продать их всем желающим за ассигнации.

Манифестом от 2 февраля 1810 г. все выпущенные ранее в обращение ассигнации объявлялись долгом государства, обеспеченным всем богатством Российской империи. Манифестом от 27 мая 1810 г. было объявлено о выпуске внутреннего облигационного займа на 100 млн ассигнационных рублей для постепенного погашения долга правительства по ассигнациям. Облигации выпускались достоинством от 1000 ассигнационных рублей и выше сроком на семь лет. Номинальный доход по займу был определен в размере 6 % годовых. Уже тогда существовали различные виды облигаций: купонные и бескупонные, именные и предъявительские.

Первый в истории внутреннего государственного кредита Российского государства облигационный заем был реализован всего лишь на 3,2 млн руб. Причиной этого стал дефицит свободных денежных капиталов долгосрочного характера и недоверие имущих слоев населения к облигациям. Зато в это время получил развитие особый вид государственного кредита, который заключался в постоянных заимствованиях правительством из казенных банков кредитных ресурсов, поступавших в качестве вкладов от частных лиц и учреждений.

В 1812–1815 годах возросли расходы Российского госу-

дарства, связанные с Отечественной войной. В 1812 году наряду с эмиссией бумажных денег российское правительство разрешило Министерству финансов выпустить краткосрочные облигации Государственного казначейства на сумму 6—10 млн рублей. Они подлежали погашению ассигнациями по истечении первого года и приносили 6 % годового дохода. Но так как заем опять имел принудительные черты, он не стал популярным.

В 1815 году правительство приступило к упорядочению внешнего (голландского) долга. Весь этот долг был отсрочен. Затем, в 1818 г., началось общее преобразование российского государственного долга в соответствии с новым «Планом финансов»: необходима была консолидация текущего долга Государственного казначейства по выпущенным ассигнациям.

Начиная с 1818 г. владельцам свободных капиталов было предоставлено право отдать в долг государству деньги, т. е. ассигнации, из расчета 6 % годовых (позднее — 5 %). Определенный срок погашения данного кредита не устанавливался. Кроме того, была произведена эмиссия облигаций долгосрочных займов на номинальную сумму в 100 млн ассигнационных рублей. Но из-за стесненного состояния рынка капиталов эти займы не дали желаемого результата. По-прежнему дефициты покрывались заимствованиями кредитных ресурсов из казенных банков и выпуском ассигнаций.

В 1831 году был принят манифест о выпуске билетов Го-

сударственного казначейства. Их номинал составлял 250 ассигнационных рублей. В обращение они поступали крупными партиями (сериями), поэтому стали полуофициально называться сериями. Билеты давали право на получение дохода из расчета 4,32 % годовых. Срок погашения наступал через четыре года.

Первоначально предполагалось, что эмиссия билетов будет являться временным (среднесрочным) ресурсом для покрытия дефицита бюджета. Но в действительности их выпуски следовали один за другим. Новые билеты обменивались на билеты с истекшим сроком обращения, и в итоге они превратились в государственный кредит долгосрочного характера.

В 1839 году российское правительство приняло решение о реформе денежной системы. Она началась с принятия Манифеста от 1 июля 1839 г. «Об устройстве денежной системы». Целью этой реформы было введение новых принципов организации денежной системы и устранения из обращения обесценившихся ассигнаций.

Одновременно был опубликован Указ от 1 июля 1839 г. «Об учреждении Депозитной кассы серебряной монеты при Государственном коммерческом банке». Депозитная касса принимала на хранение вклады серебряной монетой и выдавала взамен депозитные билеты на соответствующие суммы. Эти билеты являлись законным средством платежа и пользовались популярностью среди населения. Но так как они вы-

пускались в обращение в той же сумме, в какой накапливались в кассе фонд серебра и золота, это не увеличивало доходов Государственного казначейства. В связи с этим Манифестом от 1 июня 1843 г. выпуск депозитных билетов был прекращен. Они подлежали обмену на государственные кредитные билеты по курсу 3 руб. 50 коп. ассигнациями за один рубль новыми кредитными билетами.

В итоге в обращении остался только один вид бумажных денежных знаков – государственные кредитные билеты. Денежная реформа явилась импульсом быстрого развития товарно-денежных отношений в стране. Казенная банковская система получила возможность увеличивать свои ресурсы с помощью эмиссии кредитных билетов, лишь частично обеспеченных металлом. Она была обязана предоставлять этими денежными знаками долгосрочные ссуды правительству и помещикам под залог недвижимости.

Если до 40-х гг. XIX в. займы использовались в основном для финансирования военных расходов, то начиная с 1842 г. началось их применение и в производительных целях. В этот год российское правительство приступило к строительству железной дороги между Санкт-Петербургом и Москвой. Ресурсами для финансирования строительства стали средства Казначейства и пять внешних кредитов. Эти расходы усилили дефицит бюджета государства: за 1844–1851 гг. он превысил 360 млн руб. Продолжавшаяся огромная эмиссия кредитных билетов вызвала падение их курса. В России начал-

ся длительный период инфляционного бумажно-денежного обращения.

К концу царствования Николая I (к 1855 г.) государственный долг Российской империи складывался из внешних и внутренних облигационных займов в сумме 330 млн руб. и заимствований кредитных ресурсов из казенных банков в объеме 437 млн руб., выпущенных билетов Государственного казначейства на сумму 75 млн руб. Величина процентного долга достигла 842 млн руб. Это в 4 раза превышало его величину к концу царствования Александра I. Беспроцентный государственный долг по выпущенным кредитным билетам составил 356 млн руб. Весь долг к 1 января 1855 г. составил 1198 млн руб. серебром.

Таким образом, почти за столетний период (с 60-х гг. XVIII в. до середины 50-х гг. XIX в.) государственный кредит претерпел значительную эволюцию. Задолженность государства росла высокими темпами, но российское правительство принимало меры по совершенствованию организации государственного кредита. Постепенно государство стало использовать более сложные, чем принудительные, добровольные формы кредита. Это были внешние и внутренние займы в виде размещения процентных долговых ценных бумаг.

Власти убедились, что возможности получения принудительных беспроцентных кредитов небезграничны и отрицательно влияют на престиж правительства и устойчивость



денежного обращения. В связи с этим в первой половине XIX в. правительство сознательно изменило соотношение между процентным и беспроцентным государственным долгом. Удельный вес платных кредитов за этот период возрос более чем в 3 раза. Рынок капиталов медленно, но верно развивался. Капиталы стали вкладываться в ценные бумаги, выпускаемые правительством, а к середине 50-х гг. XIX в. – в первые государственные займы производительного характера, которые стали предвестниками крупных железнодорожных займов второй половины XIX в.

Появление первого и последующих выпусков государственных облигаций в 1809–1819 гг. способствовало оживлению торгов на Санкт-Петербургской бирже. В начале 1820-х гг. на биржу стали попадать и бумаги государственных займов, размещавшихся за рубежом.

Министерство финансов России чаще всего выпускало краткосрочные (от трех месяцев до одного года) облигации номиналом до 500 руб. Государственное казначейство выпускало среднесрочные (от четырех до восьми лет) облигации номиналом 50 руб.

Существовали также долгосрочные облигации, которые размещались на период 50–80 лет и более. Бессрочные облигации (подобные английским консолям) приносили их владельцам непрерывный доход. К примеру, в 1917 г. в обращении находились отдельные выпуски, эмитированные еще до войны с Наполеоном.

В 1861 году Манифестом Императора Александра II в России было отменено крепостное право. Так как крестьяне получили личную свободу, начал развиваться наемный труд. Вместе с отменой крепостного права российское правительство сняло ограничения на частную предпринимательскую деятельность. В стране начался процесс создания акционерных предприятий в различных отраслях экономики. Постепенно стала формироваться многоукладная экономика, начали развиваться рыночные отношения.

Если до 1861 г. на российском рынке ценных бумаг было почти исключительное господство государственных облигаций и небольшое количество негосударственных ценных бумаг – акций страховых обществ, то с развитием рыночных отношений в экономике Российской империи начался процесс демонополизации рынка капиталов, в том числе и рынка ценных бумаг.

Акционерные общества стали выпускать свои акции и облигации. Уровень предполагаемых доходов по ним был выше, чем проценты по вкладам, которые выплачивали казенные банки. Кроме того, многие иностранные предприниматели хотели вкладывать капиталы в экономику России, причем в конкретные доходные акционерные общества. Все это приводило к оттоку вкладов из казенных банков. В итоге прежний дореформенный рынок капиталов феодального типа прекратил свое существование. Он сделался свободным, соотношение спроса и предложения на нем определило ры-

ночную цену использования денежных капиталов.

Это вызвало необходимость изменения организации государственного кредита, т. е. организации его по законам рынка, с учетом состояния и структуры спроса на денежные капиталы и их предложения. Так появились выигрышные займы, реализованные впервые в истории государственного кредита Российской империи.

Первый выигрышный заем был выпущен в ноябре 1864 г. Его предполагалось разместить на сумму 100 млн руб. кредитными билетами сроком на 60 лет. Облигации этого займа назывались «Билеты Внутреннего 5 %-ного с выигрышами займа». Очень быстро такие ценные бумаги стали самой популярной формой государственного кредита.

Усиленное внимание публики к облигациям выигрышных займов вызвало ослабление спроса на ранее выпущенные государственные ценные бумаги и снижение их биржевого курса. Получилось так, что конкуренция возникла между ценными бумагами одного и того же эмитента – государства, а это не отвечало его интересам как заемщика. В связи с этим до 1917 г. государство больше не прибегало к подобному виду займов.

Следующим новшеством в сфере внешнего, а отчасти и внутреннего государственного долга стали так называемые золотые займы, облигации которых выпускались в конце XIX в. Эти долговые обязательства предназначались для рынков капиталов во Франции, Великобритании, в Нидер-

ландах, Германии, Дании, США, Канаде и частично для рынков Российской империи.

Во Франции в эти годы даже сложился многочисленный класс рантье, живущих только на проценты с вложенного в облигации капитала.

Эмиссия облигаций золотых займов преследовала две цели: часть их использовалась для конверсии – замены ранее выпущенных облигаций внешних займов; другую часть новых облигаций предполагалось использовать для покрытия дефицита бюджета, получения иностранной валюты, разменной на золото, т. е. для увеличения золотого запаса государства. Его накопление требовалось российскому правительству для проведения денежной реформы.

Конец XIX в. характеризовался относительно стабильным экономическим ростом в странах Западной Европы. В них заметно увеличились объемы свободных капиталов долгосрочного характера, которые искали выгодного и надежно-го помещения. Это и явилось предпосылкой для заключения Россией новых внешних займов, а также для конверсии и консолидации прежних.

Для того чтобы облигации золотых займов могли продаваться, покупаться и обмениваться на прежние российские займы на нескольких зарубежных рынках и свободно перемещаться между ними, номинал каждой ценной бумаги был выражен в ряде иностранных валют: французских франках, германских марках, фунтах стерлингов, голландских гуль-

денах, американских долларах, а затем и в датских кронах. Между валютами был установлен паритет исходя из их золотого содержания, который указывался на каждой облигации. Правительство установило паритет иностранных валют и устойчивого золотого рубля. Это давало возможность исчисления стоимости облигации в кредитных рублях в зависимости от курса золотого рубля. Сфера обращения облигаций включала зарубежные и российские рынки, и они пользовались большим успехом у обладателей свободных капиталов. Таким образом, золотые займы дали возможность произвести обмен новых облигаций на облигации прежних займов.

Для конверсии и консолидации государственного долга, увеличения доходов бюджета российское правительство далее прибегло к другой разновидности государственного кредита – рентным займам. Начало им было положено 11 ноября 1883 г.

Министерство финансов приступило к продаже 6 %-ной непрерывно-доходной ренты на номинальную сумму 50 млн руб. золотом. Заем являлся внутренним, хотя номинал облигаций обозначался в золотых рублях и ряде иностранных валют. Ценные бумаги рентного займа назывались свидетельствами Государственной комиссии погашения долгов на золотую ренту. Владельцам свидетельств ренты государство должно было регулярно выплачивать ежегодный процент.

При этом государство не обязано было возвращать капи-

тельную сумму долга. Оно оставляло за собой право гасить свидетельства ренты путем их покупки на бирже или путем конверсионных операций. В свою очередь, располагая услугами биржи, каждый владелец ренты считал, что он как является «бессрочным» кредитором, т. е. в любой момент может получить обратно вложенный капитал. Таким образом, в рентной форме займов нашли оптимальный вариант для своих отношений кредиторы – обладатели свободных капиталов и заемщик – государство.

Кроме того, в этот период продолжалась эмиссия кредитных билетов и выпуск обычных облигаций 4 %-ных внутренних займов.

Результатом мер, проведенных в период подготовки к денежной реформе 1895–1897 гг., явилось улучшение финансового положения России, но в целом государственный бюджет оставался дефицитным.

После завершения реформы у российского правительства и Министерства финансов отпала необходимость в золотых займах. Основой денежной системы Российской империи стал золотой рубль, который содержал 17,424 доли чистого золота. Это вызвало еще больший прилив иностранного капитала. Зарубежные инвесторы получили возможность извлекать прибыль на вложенный капитал в устойчивой валюте – конвертируемом российском рубле.

Со второй половины 1898 г. положение денежных рынков Западной Европы изменилось к худшему вследствие войн

США с Испанией, в Южной Африке, событиями на Дальнем Востоке. Положение на рынке капиталов стало кризисным. Рыночные курсы валют российских ценных бумаг начали падать. В самой России денежный кризис, начавшийся летом 1899 г., также повлиял на падение курса многих ценных бумаг. Вслед за ним разразился промышленный кризис, за три года которого закрылось до 3 тыс. предприятий.

В такой нестабильной экономической ситуации Россия не могла прибегнуть к долгосрочным займам, поэтому правительство вернулось к практике срочно погашаемых займов. Начиная с 1904 г. такие займы выпускались почти ежегодно.

В начале 10-х гг. XX в. состояние экономики Российской империи начало улучшаться. Накопление капиталов, их новый приток из-за рубежа способствовали восстановлению равновесия на рынке капиталов, преодолению дефицита финансовых средств, необходимых для экономического развития страны. Российское правительство получило возможность произвести погашение части государственного долга.

В Первую мировую войну Правительство России было вынуждено неоднократно прибегать к внутренним займам для финансирования военных расходов. Так, в 1915 г. был реализован государственный заем, официально названный «Государственный 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub> %-ный военный краткосрочный заем 1915 года». Усилился выпуск кредитных билетов, не обеспеченных золотом. В России начали развиваться инфляционные процессы, стали исчезать из обращения золотые, се-

ребряные и медные монеты. Билеты Государственного казначейства, купоны к облигациям государственных займов, свидетельства государственной ренты стали применяться в качестве платежного средства.

30 марта 1917 г. Временное правительство опубликовало постановление о выпуске Внутреннего государственного займа. Впервые в истории государственного кредита название займа исходило не из его финансовых особенностей, а из политических целей; он назывался «Заем свободы. 1917 год».

Помимо внутреннего займа Временное правительство усиленно использовало налоги, эмиссию бумажных денег и займы за границей.

В целом экономическая ситуация в стране за этот период не улучшилась, огромная инфляция продолжалась. В связи с этим внимание специалистов обратилось к проверенному практикой средству – выигрышным займам. Но на этот раз, чтобы избежать конкуренции с другими государственными ценными бумагами, эти облигации предполагалось гасить только выигрышами, без специальных тиражей погашения.

После Октябрьской революции и проведения всеобщей национализации средств производства Советским правительством было издано постановление «Об аннулировании государственных займов», в соответствии с которым все государственные займы, в том числе и иностранные, аннули-



ровались с 1 декабря 1919 г.

# Облигации в СССР

В СССР выпускались следующие виды государственных облигаций:

- облигации Государственного военного займа;
- облигации Государственного займа восстановления народного хозяйства;
- облигации Государственного займа развития народного хозяйства СССР;
- облигации Государственного 3 %-ного внутреннего выигрышного займа;
- другие облигации.

Советская власть обращалась к внутренним займам, как только в финансовой индустрии намечался очередной сбой: в период индустриализации, во время войны, во времена застоя.

Одним из первых решений правительства большевиков был запрет на все операции с ценными бумагами на территории России – декрет об этом был принят 23 декабря 1917 г. Таким образом, хотя страна и избавилась от платежей по государственному долгу, был полностью уничтожен исторический опыт обращения с ценными бумагами и испорчена «кредитная история» России.

Акции и облигации утратили свою юридическую силу; рынок ценных бумаг прекратил свое существование.

20 мая 1922 г. был выпущен первый государственный заем, «натуральный» – на 10 млн пудов ржи и на срок восемь месяцев. Взять с населения было нечего, кроме натурально-го продукта.

Как только денежная реформа 1922–1924 гг. начала приносить результаты, займы стали выпускаться и в денежном эквиваленте. 31 октября 1922 г. было объявлено о подписке на первый советский денежный заем на 100 млн руб. В следующем году выпустили еще два беспроцентных займа: хлебный и сахарный.

Размещение некоторых займов проводилось в принудительном порядке в рассрочку через сберкассы. Первый принудительный заем был размещен еще в 1923 г. Это были 6 %-ные выигрышные облигации для имущих слоев населения. Их обязаны были приобретать комиссионеры, подрядчики, поставщики и прочие частные предприниматели, разбогатевшие в годы нэпа.

Хотя займы и назывались добровольными, фактически приобретение облигаций было обязательным; в среднем житель СССР отдавал на госзаймы две-три зарплаты в год. Государство в эти годы получало от займов примерно столько же, сколько приносили все налоги и сборы с населения вместе взятые.

В 1923 году вышел краткосрочный заем Наркомата путей сообщения в форме транспортных сертификатов на сумму 24 млн золотых рублей и сроком от девяти месяцев до года.

Покупатели могли использовать их для оплаты поездок по железной дороге, в связи с чем эти ценные бумаги получили самое широкое распространение наряду с только что введенными советскими денежными знаками и твердыми червонцами. Номинал железнодорожных облигаций составлял пять рублей со страхованием от обесценивания.

Помимо принудительной покупки облигаций населением стимулировалась путем пропаганды в форме лозунгов и даже технологий, именуемых ныне *product placement*:

«Мы, советское правительство, обращаемся теперь к рабочим и крестьянам, к трудящимся, ко всем честным гражданам внутри своей страны и говорим: „Нас не признали международные банкиры и не пожелали дать заем, но мы апеллируем к вам, трудящимся массам нашей страны, предлагаем вам оказать кредитную поддержку советскому правительству для того, чтобы оно не должно было лезть в ту петлю, которую хотели накинуть на его шею банкиры Лондона и Нью-Йорка“», – писал в своей книге «Финансовая политика революции» нарком финансов Григорий Сокольников.

В 1925 году на экраны Советского Союза вышел фильм «Закройщик из Торжка» режиссера Якова Протазанова с Игорем Ильинским в главной роли. Картина была снята на деньги Наркомата финансов и пропагандировала покупку гособлигаций. Первый опыт *product placement* себя оправдал: после просмотра зрители расхватывали ценные бумаги как горячие пирожки. Два года спустя Наркомфин профинанси-

ровал съемки еще одного фильма – «Девушка с коробкой» Бориса Барнета, которую критики считают первым откровенно рекламным фильмом в истории советского кинематографа. Всплеск спроса на облигации снова не заставил себя ждать.

Чтобы обеспечить ликвидность бумаг, по ним устанавливалась высокая доходность, которая порой достигала 12 %. Особой популярностью пользовались облигации с выигрышами в тиражах и ценные бумаги, предоставлявшие держателям дополнительные льготы. Под залог гособлигаций можно было получить банковские ссуды или использовать их для уплаты налогов. Эти уступки были вынужденными, поскольку советское правительство аннулировало дореволюционные долги, иностранные государства совершенно справедливо отказывались кредитовать молодую Советскую Россию. Так, государственные займы стали основным средством преодоления бюджетного дефицита.

В 1936 году государством был фактически объявлен дефолт на государственные займы – облигации 8 %-ных займов были в принудительном порядке обменены на 3 %-ные с отсрочкой погашения на 20 лет.

В годы Великой Отечественной войны были выпущены четыре 20-летних займа под 4 % годовых, которые позволили собрать 72 млрд руб. – почти на 26 % больше, чем рассчитывали экономисты. Каждый из займов военных лет имел два выпуска: выигрышные 4 %-ные облигации распростра-

нялись по подписке на предприятиях, в организациях и среди колхозников, 2 %-ные облигации выпускались для колхозов, артелей, кооперативов и т. д.

Прямые расходы советского правительства на ведение войны составили 551 млрд руб., и 13 % этой суммы было вложено покупателями займов. В целом же за годы войны обязательные и добровольные взносы населения достигли 270 млрд руб., или 26 % всех доходов государственного бюджета. В благодарность за это советские граждане получили очередную конверсию. В 1948 году вышел конверсионный 2 %-ный заем для обмена практически всех облигаций, выпущенных до 1947 г. Старые облигации обменивались на новые в пропорции 3:1.

После окончания войны система займов уже не могла держаться на голом энтузиазме граждан. Население обнищало, накоплений практически не осталось, частные хозяйства были разорены. Кроме того, конверсии подорвали доверие держателей к гособязательствам.

Разноцветными облигациями люди оклеивали стены туалетов или отдавали их детям в качестве игрушек. Никто уже не верил, что Советское государство когда-нибудь выполнит свои обязательства. Руководству страны снова пришлось вернуться к принудительному размещению займов.

С 1946 по 1957 г. было выпущено пять тиражей 20-летних облигаций, целью которых было восстановление и развитие народного хозяйства. Доход по ним выплачивался лишь в ви-

де выигрышей. Еще два займа сроком на 26 лет были выпущены в 1947 г. Все они имели фактически принудительный характер, хотя официальные публикации и продолжали утверждать обратное.

«Дружной подпиской на государственные займы трудящиеся СССР демонстрировали свое морально-политическое единство, сплоченность вокруг Коммунистической партии и готовность активно участвовать своими средствами в строительстве коммунизма», – гласил выпущенный в 1961 г. «Финансово-кредитный словарь».

В период правления И.В. Сталина имели место факты, когда облигации выдавались работникам организаций в счет заработной платы.

Почти во всех государственных займах теоретическая доходность по облигациям выплачивалась в виде выигрышей по лотерейным таблицам, публиковавшимся в центральной прессе. Несмотря на фактическую девальвацию рубля в разы по сравнению со временем займа, индексации не проводилось и выигрыши выплачивались по номиналу.

Несмотря на регулярные конверсии и постоянное несоблюдение сроков гашения облигаций и порядка выплаты процентов по ним, в конце 1950-х гг. сложилась ситуация, когда текущие расходы по обслуживанию всех выпущенных государственных займов превысили поступления в казну от размещения новых ценных бумаг. Тогда в 1957 г. (когда подошли сроки платежей по займам 30-летней давности) ЦК

КПСС и Совет Министров СССР приняли постановление «О государственных займах, размещаемых по подписке среди трудящихся Советского Союза», согласно которому выпуск новых займов практически прекращался, ранее обещанные платежи вновь были отсрочены на 20 лет и выигрышные тиражи проводиться перестали.

Вот как отметил этот факт на внеочередном XXI съезде Коммунистической партии Советского Союза Никита Хрущев: «Возьмем, к примеру, такой факт, как осуществленные по инициативе трудящихся мероприятия в отношении государственных займов. Миллионы советских людей добровольно высказались за отсрочку на 20–25 лет выплат по старым государственным займам. Этот факт раскрывает нам такие новые черты характера, такие моральные качества нашего народа, которые немыслимы в условиях эксплуататорского строя».

В 1970-е годы выплаты по ценным бумагам все-таки начались. Но миллионов эпохи нэпа ни один из советских граждан не получил.

В начале 1990-х г. были «заморожены» выплаты по существовавшим облигационным займам для населения. Убытки, которые граждане СССР и России понесли по займам в связи с инфляцией, компенсированы не полностью.

Тем не менее бывший гражданин Советского Союза по имени Иван Клименко потребовал через суд возврата ему средств по выигрышной облигации 1982 г. Однако его тре-



бование расплатиться с ним прежде, чем выплачивать долги иностранным кредиторам, суд правомерным не нашел и в 2002 г. признал государство победителем процесса, поскольку в российских законах положения, к которому апеллировал Клименко, прописано не было.

За время существования СССР было выпущено около 65 облигационных займов; облигации были практически единственной ценной бумагой, имевшей хождение в стране. Большая часть обязательств была выпущена до 1957 г. – до момента, когда была свернута программа принудительных государственных займов. С 1957 по 1990-х гг. было проведено лишь пять эмиссий.

Внешние займы (выпуск облигаций на международный финансовый рынок) в СССР не проводились до наступления перестройки в 1986 г.

# Облигации в современной России

Юридическое определение облигации в современном российском законодательстве было впервые введено постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78 «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР».

В это же время Банк России провел экспериментальный аукцион по размещению первого внутреннего республиканского займа РСФСР 1991 г. Характеристиками этого займа являлись:

- срок обращения – три года;
- купонная ставка – 8,5 %.

В ходе аукциона было реализовано облигаций на сумму более 50 млн руб. Были опробованы новые для России технологии выпуска и размещения облигаций, в том числе:

- аукционный сбор заявок;
- безбумажный выпуск (в виде записей на счетах владельцев);
- определение цены реализации на основе конкуренции ценовых предложений продавца и покупателей.

С переходом к рыночной экономике российское государство стало более активно использовать рынок ценных бумаг. Значение государственных внутренних выигрышных займов снизилось. Последний заем из этой серии был выпущен в

1992 г. под 15 % годовых, что в связи с огромной инфляцией полностью его обесценило.

В конце 1992 г. в России был принят Закон РФ № 3877-1 «О государственном внутреннем долге Российской Федерации», который можно было считать отправной точкой на пути к цивилизованному регулированию доходов и расходов государства, денежного обращения, объемов централизованных инвестиций и пр. Этот документ явился предпосылкой к созданию финансового рынка, своего рода правил участия государства в этом рынке.

Закон № 3877-1 утратил силу с 1 января 2000 г. в связи с вступлением в действие БКРФ.

Размещение первых облигационных выпусков пришлось на 1993–1995 гг., но практически не обратило на себя внимание профессионального банковского сообщества. Эмитенты, которые собирались привлечь с помощью выпуска облигаций средства на развитие бизнеса, не обещали высокие проценты и не могли конкурировать в этом отношении с рынком государственных краткосрочных обязательств (ГКО).

Фактически в 1992–1995 гг. государство почти совсем отказалось от практики размещения займов среди населения. Лишь с конца 1995 г. в обращение поступили первые выпуски сберегательного займа, нацеленные на продажу населению.

Началом активной работы с облигациями в России счита-

ют 1999 г. Разобравшись с долгами и оправившись от дефолта 1998 г., инвесторы стали искать инструменты, которые, с одной стороны, заменили бы ГКО и приносили бы доход, а с другой – были бы достаточно надежными или хотя бы контролируемыми по рискам. Положение спасли облигации.

В том же 1999 г. было принято постановление о возможности включения процентов по облигациям в себестоимость продукции для целей налогообложения.

Общепризнанные рыночные выпуски облигаций появились только в 2000 г.

# **Государственные облигации Российской Федерации**

В Российской Федерации на различных этапах развития рынка выпускались следующие виды государственных облигаций:

- облигации Российского внутреннего выигрышного займа (ОРВВЗ);
- государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО);
- облигации федерального займа (ОФЗ);
- облигации сберегательного займа;
- казначейские обязательства;
- облигации внутреннего валютного займа (ОВГВЗ);
- государственные долгосрочные облигации (ГДО).

## **Облигации Российского внутреннего выигрышного займа 1992 г. (ОРВВЗ)**

После ликвидации СССР Правительство РФ подтвердило правопреемство Российской Федерации по обязательствам бывшего СССР перед гражданами РФ по облигациям государственного внутреннего выигрышного займа 1982 г. В связи с этим было принято решение «О государственном внут-

реннем выигрышном займе 1982 года и выпуске российско-го внутреннего выигрышного займа 1992 года».

С 20 февраля 1992 г. была приостановлена покупка и продажа облигаций займа 1982 г. Облигации государственного внутреннего выигрышного займа 1982 г. подлежали обмену на ОРВВЗ 1992 г. по номиналу.

Владельцам облигаций государственного внутреннего выигрышного займа 1982 г. был выплачен доход из расчета 9 % годовых за период с 1 января 1992 г. по 1 октября 1992 г.

Российский внутренний выигрышный заем 1992 г. был выпущен на условиях, утвержденных Правительством РФ, на срок с 1 октября 1992 г. по 1 октября 2002 г. Характерной особенностью этого займа является то, что он выпускался отдельными разрядами по 5 млрд руб. каждый и общий объем займа при выпуске не устанавливался. Доход по облигациям выплачивался в форме выигрышей из расчета 30 % в год. Тиражи выигрышей проводились восемь раз в год. В течение десяти лет обращения облигаций был предусмотрен выигрыш 32 % всех облигаций; остальные облигации по истечении этого срока выкупались по номиналу.

Обращение ОРВВЗ закончилось 1 октября 2002 г. К моменту погашения облигаций в результате инфляции и деноминации 1998 г. (письмо Минфина России от 15 ноября 1997 г. № 5—403), которая привела к 1000-кратному изменению масштаба цен (Указ Президента РФ от 4 августа 1997 г. № 822 «Об изменении нарицательной стоимости рос-

сийских денежных знаков и масштаба цен»), они практически обесценились.

В соответствии с постановлением Правительства РФ от 5 августа 1992 г. № 549 «Вопросы выпуска Российского внутреннего выигрышного займа 1992 года» облигации, на которые выпали выигрыши, а также невыигравшие облигации, подлежащие выкупу по их номинальной стоимости, могли быть предъявлены к оплате до 1 октября 2004 г. По истечении этого срока облигации, не предъявленные к оплате, утратили силу и оплате более не подлежали.

При этом выплата выигрышей по облигациям образца 1992–1997 г. и их выкуп осуществлялись в период всего действия РВВЗ 1992 г. в соответствии с условиями выпуска облигаций с учетом деноминации. Таким образом, невыигравшие облигации, подлежащие выкупу по их номинальной стоимости (1000 руб.), выкупались по стоимости 1 руб.

## **Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО)**

Государственные краткосрочные облигации – государственные ценные бумаги, эмитентом которых выступало Министерство финансов РФ. ГКО выпускались в виде именных дисконтных облигаций в бездокументарной форме (в виде записей на счетах учета). Гарантом погашения выступал ЦБ РФ.

В феврале 1993 г. российский парламент, который всего полгода спустя был распущен, принял историческое решение, на годы вперед определившее развитие российского финансового рынка: разрешил выпуск государственных краткосрочных облигаций.

Хотя решение депутатов и стало отправной точкой для развития рынка российского внутреннего долга, настоящими его создателями были не они, а представители исполнительной власти и ЦБ РФ. «Матерью» ГКО обычно называют Беллу Златкис, в то время руководившую департаментом ценных бумаг и финансового рынка Минфина России, а «отцом» – Андрея Козлова, в 1992 г. возглавлявшего Управление ценных бумаг ЦБ РФ, а позднее ставшего заместителем председателя Банка.

Однако история российских ГКО началась раньше – в мае 1992 г., когда в Москву прибыла делегация американских банкиров во главе с Джорджем Карриганом, президентом Федерального резервного банка Нью-Йорка. Его стараниями и при активном содействии постоянного представителя России при ООН Юлия Воронцова в июне того же года был создан российско-американский банковский форум, куда помимо представителей Федеральной резервной системы США вошли специалисты американских коммерческих банков, Минфина России и ЦБ РФ. В том же месяце американцы подготовили развернутый доклад, в котором изложили концепцию выпуска в России краткосрочных долговых обя-



зательств, напоминающих по своим характеристикам американские казначейские облигации. Тем временем российские члены форума активно готовили нормативную базу и инфраструктуру обращения новых ценных бумаг.

В июне 1992 г. Банк России провел тендер среди московских бирж на право организации технологической поддержки нового сегмента рынка. Свои концепции представили Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Московская международная фондовая биржа, Российская международная валютно-фондовая биржа и Московская центральная фондовая биржа. Предпочтение было отдано ММВБ – ее проект изначально предусматривал обращение долговых обязательств только в электронном виде. В том же месяце ЦБ РФ утвердил предварительный список дилеров.

ММВБ была создана на базе отдела валютных торгов при Госбанке СССР, в то время умещалась в одной комнате и насчитывала немногим более десятка сотрудников.

Первоначально предполагалось выпустить новый финансовый инструмент в виде долговых обязательств Банка России, поскольку правительство еще не готово было взять на себя функции эмитента. В августе ЦБ РФ даже принял решение выпустить собственные демонстрационные краткосрочные ценные бумаги на 3 млрд руб. с перспективой их замены на правительственные. Но осенью Минфин России принял решение о своем непосредственном участии в проекте, и ЦБ РФ отказался от первоначальной идеи. Таким образом,

к концу 1992 г. вся инфраструктура рынка и нормативные документы были практически готовы.

ГКО выпускались на разные сроки – от нескольких месяцев до года, отдельными выпусками, в соответствии с Основными условиями выпуска государственных краткосрочных бескупонных облигаций Российской Федерации, утвержденными постановлением Правительства

РФ от 8 февраля 1993 г. № 107. Для каждого выпуска могли отдельно устанавливаться ограничения для потенциальных владельцев. Выпуск считался состоявшимся, если в процессе размещения было продано не менее 20 % количества предполагавшихся к выпуску ГКО. Непроданные ГКО могли реализовываться позднее. Также был возможен досрочный выкуп ГКО на вторичном рынке. Доход формировался как разница между ценой погашения (номиналом) и ценой покупки.

Размещение облигаций и заключение всех сделок с ГКО на вторичном рынке было организовано через торговую систему ММВБ.

Первый выпуск ГКО состоялся 18 мая 1993 г. Из запланированных к продаже трехмесячных облигаций на сумму в 1 млрд руб. было продано облигаций на сумму 885,4 млн руб.

На начальном этапе спрос на ГКО был низким в связи с высокой инфляцией и закрытостью ГКО для иностранцев. В течение следующих пяти лет рынок ГКО вырос до огром-

ных размеров и стал основным источником финансирования дефицита российского бюджета. Правительство России через дочерние структуры Банка России создавало дополнительный спрос на ГКО за счет средств, полученных от этого же рынка. Это обеспечивало уверенность иностранных инвесторов в надежности инструмента ГКО и пополнение золотовалютных резервов России валютой, которую иностранцы обменивали на рубли для покупки ГКО.

Сумма выручки от реализации ГКО в 1994 г. составила 12,8 трлн руб. В 1997 году она достигла 32 трлн руб., из них 44,2 % было направлено на покрытие бюджетного дефицита.

Доходность ГКО достигала в отдельные периоды 150 % годовых и более.

Начиная примерно с 1997 г. эксперты все чаще стали говорить о том, что государство строит финансовую пирамиду. Однако власти категорически не соглашались с подобной точкой зрения. Так, когда в 1997 г. одного из основателей рынка гособлигаций, первого заместителя председателя Банка России Андрея Козлова спросили, не считает ли он свое детище перевернутой пирамидой, которая рано или поздно обязательно рухнет, он ответил, что «это не пирамида, это колонна». И заверил, что это сооружение крайне крепкое и ничего с ним не случится.

На 1 января 1998 г. общий объем находящихся в обращении ГКО составлял по номиналу 272 612 млрд руб.

В мае 1998 г. ЦБ РФ отменил уже назначенную юби-

лейную пресс-конференцию, посвященную пятилетию рынка государственных ценных бумаг. К этому моменту треть бюджета России тратилась на погашение процентов по ГКО.

17 августа 1998 г. был объявлен дефолт по ГКО, доходность по которым непосредственно перед кризисом достигала 140 % годовых. После экономического кризиса 1998 г. вложения в ГКО обесценились в 3 раза и государство заморозило все выплаты по своим казначейским обязательствам.

В феврале 1999 г. были обнародованы данные, показавшие, что российское государство на рынке ГКО строило финансовую пирамиду по типу МММ. Как сообщила Генпрокуратура РФ, в 1993 г. ЦБ РФ в обстановке строжайшей секретности заключил соглашение об управлении инвестициями с компанией Financial Management Co Ltd. (FIMACO), зарегистрированной на Нормандских островах и имеющей уставный капитал в 1 тыс. дол. США. Центробанк регулярно передавал в управление FIMACO валютные резервы страны, кредиты МВФ и ценные бумаги Минфина России. Всего, как подсчитала Генпрокуратура, с 1993 по 1998 г. в управлении FIMACO находилось 37,6 млрд дол. США; 9,98 млрд немецких марок; 379,9 млрд японских иен; 11,98 млрд французских франков и 862,6 млн фунтов стерлингов.

Одновременно с Генпрокуратурой РФ с сенсационными разоблачениями выступил депутат Государственной Думы Николай Гончар. Он сообщил, что парижский Евробанк (дочерний банк ЦБ РФ) активно участвовал в управлении ва-

лютными резервами Банка России, в свою очередь получая их от оффшорной компании FIMACO, и при этом Евробанк через родственный ему российский банк «Еврофинанс» размещал полученные от FIMACO деньги именно на рынке ГКО. Таким образом, получалось, что российские власти искусственно поддерживают рынок своих долгов за счет средств, полученных от этого же рынка, поскольку основным источником пополнения золотовалютных резервов служила как раз валюта, обмененная иностранцами на рубли при покупке ГКО. Среди западных кредиторов это вызвало настоящий шок: по негласным требованиям МВФ валютные резервы страны не могут размещаться на национальных рынках, в противном случае их качество подвергается сомнению.

И этот скандал, и даже сам факт замораживания выплат по ГКО российским властям удалось урегулировать относительно безболезненно – с инвесторами было заключено соглашение о реструктуризации государственного долга. Считается, что главная заслуга в заключении данного соглашения принадлежит Михаилу Касьянову, который тогда был заместителем министра финансов, а позже стал премьер-министром России. Он вел все соответствующие переговоры с западными кредиторами.

В период обращения ГКО занимали наибольшую долю отечественного фондового рынка. С 1994 по 1998 г. объем выпущенных ГКО в среднем за год составлял 50 млрд дол.

США, что превышало годовой бюджет России даже по валютному курсу тех лет. Всего за 1993–1998 гг. было размещено ГКО на сумму около 209 млрд дол. по номиналу. Минфин России разместил на аукционах ГКО на сумму около 162 млрд дол., включая замороженные выпуски.

17 декабря 1999 г. Минфин России провел первый после дефолта 1998 г. аукцион по продаже ГКО. Облигации на общую сумму 650 млн руб. с погашением 5 апреля 2000 г. были размещены с очень низкой доходностью – всего 4,2 % годовых. Более того, цены в некоторых заявках оказались выше номинала.

В настоящее время порядок эмиссии и обращения ГКО регламентирован постановлением Правительства РФ от 16 октября 2000 г. № 790 «Об утверждении Генеральных условий эмиссии и обращения государственных краткосрочных бескупонных облигаций» и приказом Министерства финансов РФ от 24 ноября 2000 г. № 103н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения государственных краткосрочных бескупонных облигаций».

Эмитентом ГКО от имени Российской Федерации выступает Минфин России. Эмиссия ГКО осуществляется отдельными выпусками. Объем каждого выпуска определяется Минфином России исходя из предельного объема эмиссии ГКО, установленного Правительством РФ на соответствующий год.

Номинальная стоимость ГКО составляет 1000 руб.

По срокам обращения ГКО, как следует из их названия, являются краткосрочными долговыми обязательствами (до одного года). Владельцами ГКО могут стать российские и иностранные юридические и физические лица.

ГКО являются именными ценными бумагами. Владелец ГКО имеет право на получение номинальной стоимости при их погашении.

ГКО выпускаются в документарной форме с обязательным централизованным хранением в депозитариях. Их размещение происходит путем проведения аукциона.

Решение о выпуске принимается Минфином России в форме приказа и содержит условия выпуска. Для каждого выпуска могут устанавливаться ограничения на потенциальных владельцев. Банк России является генеральным агентом по обслуживанию выпусков ГКО.

## **Облигации федерального займа России (ОФЗ)**

Облигации федерального займа (ОФЗ) выпускаются Министерством финансов РФ. Они являются купонными, т. е. по ним предусмотрены процентные выплаты по купонам. По некоторым выпускам ОФЗ в определенные даты предусматривается частичное погашение номинала (амортизация долга).

ОФЗ могут быть краткосрочными, среднесрочными или

долгосрочными. Место торговли – ММВБ. Вид дохода – фиксированная или переменная купонная ставка. ОФЗ выпускаются в бездокументарной форме.

Владельцами ОФЗ могут стать российские и иностранные юридические и физические лица. Генеральным агентом по обслуживанию выпусков ОФЗ является Банк России.

Различают следующие виды ОФЗ:

ОФЗ-ПК (с переменным купоном);

ОФЗ-ПД (с постоянным доходом);

ОФЗ-ФД (с фиксированным доходом);

ОФЗ-АД (с амортизацией долга).

Основополагающие правила выпуска и обращения ОФЗ утверждены постановлением Правительства РФ от 15 мая 1995 г. № 458 «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов». Министерство финансов РФ на основании Генеральных условий принимает условия эмиссии ОФЗ и решения об эмиссии отдельных выпусков.

Общий объем дополнительного выпуска ОФЗ определяется Минфином России в пределах лимита государственного внутреннего долга, устанавливаемого федеральными законами о федеральном бюджете на соответствующий финансовый год.

ОФЗ выпускались государством в лице Минфина России в первую очередь для покрытия бюджетного дефицита. Срок обращения ОФЗ в отличие от ГКО составлял от года до трех



лет; номинальная стоимость – 1 млн руб. (1 тыс. руб. после деноминации 1998 г.).

Выпуск ОФЗ преследовал цель «продлить» государственный долг в условиях его оформления краткосрочными государственными ценными бумагами, что было рискованно в условиях даже краткосрочного финансового кризиса.

## **ОФЗ с переменным купоном**

ОФЗ с переменным купоном, начало размещения которых приходится на 1995 г., были призваны нивелировать процентный риск, присущий инструментам с фиксированной доходностью. Доходность по ОФЗ была привязана к доходности по ГКО.

Выплата купона осуществлялась раз в полугодие. Значение купонной ставки менялось и определялось средней взвешенной доходности по ГКО за последние четыре сессии (торгов). После кризиса 1998 г. их выпуск был прекращен.

В настоящее время порядок эмиссии и обращения ОФЗ с переменным купонным доходом определяется приказом Министерства финансов РФ от 22 декабря 2000 г. № 112н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с переменным купонным доходом».

ОФЗ-ПК являются именными купонными государственными ценными бумагами. По срокам обращения они могут быть среднесрочными (от одного года до пяти лет) и долго-

срочными (от пяти до 30 лет). Эти ценные бумаги предоставляют их владельцам право:

- на получение номинальной стоимости облигаций при ее погашении;
- получение купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости облигации.

Номинальная стоимость ОФЗ-ПК выражается в российских рублях и составляет 1000 руб. Размещение облигаций происходит в форме аукциона или по закрытой подписке.

Купонный доход определяется на основе доходности по государственным краткосрочным бескупонным облигациям и облигациям федеральных займов или исходя из официальных показателей, характеризующих инфляцию.

Величина купонного дохода по ОФЗ-ПК рассчитывается отдельно для каждого периода выплаты купонного дохода и объявляется:

- по первому купону – не позднее чем за два рабочих дня до даты начала размещения;
- следующим купонам, включая последний, – не позднее чем за два рабочих дня до даты выплаты дохода по предшествующему купону.

Проценты по первому купону исчисляются с календарного дня, следующего за датой выпуска ОФЗ-ПК, по дату его выплаты. Проценты по другим купонам, включая последний, исчисляются с календарного дня, следующего за датой выплаты предшествующего купонного дохода, по дату выплаты

соответствующего купонного дохода (дату погашения).

## **ОФЗ с постоянным доходом**

ОФЗ-ПД впервые были эмитированы в 1996 г. для покрытия расходов на компенсацию вкладов в Сбербанке России граждан России, родившихся до 1916 г. Эмиссия этих облигаций осуществлялась в форме отдельных выпусков. Для каждого выпуска устанавливается свой размер купонного дохода, дата погашения, дата выплаты купонного дохода, доля нерезидентов. Срок обращения ОФЗ-ПД составляет три года, величина купонного дохода постоянна.

В настоящее время порядок эмиссии и обращения ОФЗ-ПД определяется приказом Министерства финансов РФ от 16 августа 2001 г. № 65н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с постоянным купонным доходом».

ОФЗ-ПД являются именными купонными среднесрочными (от одного года до пяти лет) и долгосрочными (от пяти до 30 лет) государственными ценными бумагами и предоставляют их владельцам право на получение номинальной стоимости облигации при ее погашении и на получение купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости облигации.

Номинальная стоимость облигации выражается в валюте Российской Федерации и составляет 1000 руб. Размещение

облигаций осуществляется в форме аукциона или по закрытой подписке.

Процентная ставка купонного дохода является постоянной для каждого отдельного выпуска облигаций. Размер купонного дохода по всем купонам отдельного выпуска облигаций определяется исходя из процентной ставки купонного дохода, установленной решением об эмиссии отдельного выпуска облигаций.

Проценты по первому купону начисляются с календарного дня, следующего за датой размещения облигаций, по дату окончания первого купонного периода. Проценты по другим купонам, включая последний, начисляются с календарного дня, следующего за датой окончания предшествующего купонного периода, по дату окончания текущего купонного периода (дату погашения). Даты окончания купонных периодов и выплат купонного дохода фиксируются в глобальном сертификате соответствующего выпуска.

## **ОФЗ с фиксированным купонным доходом**

ОФЗ-ФД появились в 1999 г. Их выдавали владельцам ГКО и ОФЗ-ПК, замороженных в 1998 г., в порядке новации. Срок обращения четыре года – пять лет. Купон выплачивался ежеквартально. Ставка снижалась ежегодно (30 % в первый год, 10 % в конце срока).

Особенности выпуска ОФЗ-ФД установлены приказом Минфина России от 18 августа 1998 г. № 37н «Об утверждении Условий выпуска облигаций федерального займа с фиксированным купонным доходом».

ОФЗ-ПД являются именными купонными государственными ценными бумагами и предоставляют их владельцам право на получение номинальной стоимости облигации при ее погашении и на получение купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости облигаций.

Номинальная стоимость облигаций выражается в валюте Российской Федерации и может составлять 10 руб. и 1000 руб.

Величина купонного дохода является фиксированной на каждый купонный период.

Проценты по первому купону исчисляются с даты выпуска облигаций до даты его выплаты. Проценты по другим купонам, включая последний, начисляются с даты выплаты предшествующего купонного дохода до даты выплаты соответствующего купонного дохода (даты погашения).

В последний раз эмиссия ОФЗ-ФД производилась в августе 2003 г. (погашение облигаций – в апреле 2006 г.); ее условия установлены приказом Минфина России от 14 августа 2003 г. № 250 «Об эмиссии облигаций федерального займа с фиксированным купонным доходом».

# ОФЗ с амортизацией долга

ОФЗ-АД предполагают периодическое погашение основной суммы долга. Особенности их выпуска установлены приказом Минфина России от 27 апреля 2002 г. № 37н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с амортизацией долга».

Эмитентом ОФЗ-АД, как и всех государственных облигаций, является Минфин России. ОФЗ-АД являются именными купонными среднесрочными (от одного года до пяти лет) и долгосрочными (от пяти до 30 лет) государственными ценными бумагами.

Номинальная стоимость ОФЗ-АД составляет 1000 руб. Их размещение осуществляется в форме аукциона или по закрытой подписке.

Владельцы ОФЗ-АД имеют право на получение:

- номинальной стоимости облигации;
- дохода в виде процента, начисляемого на непогашенную часть номинальной стоимости.

Погашение номинальной стоимости осуществляется частями в даты, установленные решением об эмиссии каждого отдельного выпуска ОФЗ-АД.

Процентная ставка купонного дохода по ОФЗ-АД может быть фиксированной на каждый купонный период отдельного выпуска облигаций или переменной.

По ОФЗ-АД с фиксированной процентной ставкой купонного дохода величина процентной ставки и величина купонного дохода по всем купонам объявляются не позднее чем за два рабочих дня до даты начала размещения выпуска.

По ОФЗ-АД с переменной процентной ставкой купонного дохода величина процентной ставки определяется исходя из официальных показателей, характеризующих инфляцию.

Величина процентной ставки купонного дохода и величина купонного дохода по первому купону объявляются не позднее чем за два рабочих дня до даты начала размещения, по второму и следующим купонам, включая последний, – не позднее чем за два рабочих дня до даты выплаты дохода по предшествующему купону.

Размер купонного дохода по всем купонам отдельного выпуска ОФЗ-АД определяется исходя из процентной ставки купонного дохода, установленной решением об эмиссии отдельного выпуска этих облигаций, и начисляется на непогашенную часть номинальной стоимости.

## **Использование ОФЗ для повышения капитализации кредитных организаций**

Осенью 2009 г. был принят ряд нормативно-правовых актов, определяющих порядок капитализации кредитных организаций, осуществляемой за счет Российской Федерации. Данная процедура осуществляется через механизм обмена

облигаций федерального займа на привилегированные акции банков, принявших решение о капитализации.

Основным документом, регулирующим процедуру такой докапитализации, является Федеральный закон от 18 июля 2009 г. № 181-ФЗ «Об использовании государственных ценных бумаг Российской Федерации для повышения капитализации банков».

Помимо Закона № 181-ФЗ отдельные аспекты капитализации кредитных организаций за счет Российской Федерации регламентируются следующими документами:

- постановлением Правительства РФ от 29 октября 2009 г. № 853 «Об утверждении Правил направления банками предложения об участии в процедуре повышения капитализации и принятии решения об удовлетворении (отказе в удовлетворении) предложения банка об участии в процедуре повышения капитализации»;
- Положением Банка России от 12 ноября 2009 г. № 347-П «О порядке оплаты уставного капитала банков облигациями федерального займа, а также о порядке осуществления эмиссии привилегированных и обыкновенных акций, размещаемых в рамках процедуры повышения капитализации»;
- приказом Минфина России от 30 января 2010 г. № 67 «Об организации работы по рассмотрению предложений банков об участии в процедуре повышения капитализации»;
- Указанием Банка России от 6 июня 2010 г. № 2464-У «О депозитарном учете федеральных государственных ценных



бумаг Российской Федерации при их использовании для повышения капитализации банков».

## **Облигации сберегательного займа**

Облигации государственных сберегательных займов (ОГСЗ) выпускались Правительством РФ с августа 1995 г. до 1998 г.; в 2001 г. их выпуск был возобновлен.

В настоящее время порядок эмиссии и обращения ОГСЗ определяется постановлением Правительства РФ от 16 мая 2001 г. № 379 «Об утверждении Генеральных условий эмиссии и обращения облигаций государственного сберегательного займа Российской Федерации». Условия эмиссии и обращения ОГСЗ установлены приказом Минфина России от 15 июня 2001 г. № 45н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций государственного сберегательного займа Российской Федерации».

Эмитентом ОГСЗ от имени Российской Федерации выступает Минфин России. Облигации являются государственными ценными бумагами на предъявителя и выпускаются в документарной форме без обязательного централизованного хранения. Документом, удостоверяющим права, закрепляемые ОГСЗ, является сертификат.

По срокам обращения ОГСЗ являются среднесрочными долговыми обязательствами (от одного года до пяти лет).

Номинальная стоимость облигации составляет 500 руб.

Эмиссия ОГСЗ осуществляется отдельными выпусками. Объем каждого выпуска определяется Минфином России исходя из предельного объема ОГСЗ, установленного Правительством РФ на соответствующий год. Каждый выпуск имеет государственный регистрационный номер.

Владельцами ОГСЗ могут быть российские и иностранные юридические и физические лица. Владелец ОГСЗ имеет право на получение при их погашении суммы основного долга (номинальной стоимости), а также дохода в соответствии с условиями выпуска в виде процента, начисляемого на номинальную стоимость облигаций.

Решение о выпуске ОГСЗ принимается Минфином России в форме приказа и содержит условия выпуска. Для каждого выпуска отдельно могут устанавливаться ограничения на потенциальных владельцев облигаций.

Размещение ОГСЗ включает в себя два этапа:

1) проведение аукциона среди профессиональных участников рынка ценных бумаг, по итогам которого эмитентом (Минфином России) определяются уполномоченные организации для реализации облигаций инвесторам;

2) заключение договоров купли-продажи с уполномоченными организациями.

Купонный доход по ОГСЗ определяется:

- на основе доходности по государственным краткосрочным бескупонным облигациям и облигациям федеральных займов, либо

- исходя из официальных показателей, характеризующих инфляцию.

Величина купонного дохода рассчитывается отдельно для каждого периода выплаты купонного дохода и объявляется:

- по первому купону – не позднее чем за десять дней до даты начала первого купонного периода;
- следующим купонам, включая последний, – не позднее чем за семь дней до начала соответствующего купонного периода.

Купонный доход по ОГСЗ выплачивается в валюте Российской Федерации. Официальная информация о величине купонного дохода по купонам публикуется Минфином России в средствах массовой информации в те же сроки: не позднее десяти дней до даты начала первого купонного периода и не позднее семи дней – до начала следующих.

Выплата купонного дохода и погашение облигаций осуществляются платежным агентом за счет средств федерального бюджета при предъявлении подлинника сертификата.

ОГСЗ свободно обращаются на вторичном рынке ценных бумаг.

Эмитент (Минфин России) не выкупает облигации до наступления срока погашения.

## **Казначейские обязательства**

К началу 1994 г. в России сложилась ситуация, когда у го-

сударства возникла задолженность перед многими предприятиями по государственным закупкам, федеральным программам, государственному заказу и т. п., которая спровоцировала возникновение задолженности предприятий друг перед другом. По оценкам специалистов, каждый рубль долга государства перед предприятием порождал два-три рубля долгов предприятий друг перед другом.

Для ликвидации возникшей задолженности, основной причиной которой явился дефицит государственного бюджета, было принято решение не осуществлять дополнительную эмиссию денег, а выпустить казначейские обязательства, которыми можно было рассчитываться с государством по налогам. Таким образом происходил взаимный зачет задолженности государства перед предприятиями в части финансирования работ по заказу государства и в части платежей в федеральный бюджет.

Документом, определившим основные параметры выпуска казначейских обязательств, стало постановление Правительства РФ от 9 августа 1994 г. № 906 «О выпуске казначейских обязательств» (вместе с «Основными условиями выпуска казначейских обязательств»).

Эмитентом казначейских обязательств (КО) являлся Минфин России. КО выпускались сериями, объем и даты выпуска которых устанавливались эмитентом. Срок погашения, процентная ставка и номинальная стоимость КО устанавливались при выпуске каждой серии. КО выпускались в

бездокументарной форме на основании договоров с уполномоченными депозитариями.

Размещались эти ценные бумаги среди юридических лиц, являвшихся по законодательству Российской Федерации резидентами. При этом владельцами КО могли быть как юридические, так и физические лица – резиденты (последние имели возможность приобрести КО на вторичном рынке).

Процентный доход по КО выплачивался Минфином России (Главным управлением Федерального казначейства) одновременно с погашением этих ценных бумаг.

Однако главным назначением КО было не получение доходов, а «расшивка» взаимных обязательств организаций и бюджетных структур в условиях дефицита ликвидности.

В соответствии с Положением «О порядке размещения, обращения и погашения казначейских обязательств» (утв. Минфином России 21 октября 2004 г., № 140) КО могли «приниматься в качестве оплаты за реализованные товары и предоставленные услуги без ограничений, а также быть предметом залога».

Под давлением МВФ, не признававшего казначейские обязательства в качестве рыночной ценной бумаги, в 1995 г. выпуск и обращение казначейских обязательств были прекращены. Тем не менее применение казначейских обязательств позволило Российской Федерации в условиях дефицита государственного бюджета и высокой инфляции без дополнительной эмиссии денежных средств решить проблему

взаимных неплатежей.

## **Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ)**

Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ) выпускались дважды (в 1993 и 1996 г.) в документарной форме. Основной причиной их выпуска было прекращение операций по счетам организаций во Внешэкономбанке. Посредством выпуска ОВГВЗ государство оформляло (подтверждало) свою задолженность перед владельцами валютных счетов, открытых во Внешэкономбанке. Облигации были номинированы в долларах США (1000, 10000 и 100 000 дол. США).

Поскольку выпуск осуществлялся с целью погашения долгов Внешэкономбанка СССР (ВЭБ), облигации выдавались юридическим лицам – владельцам валютных счетов во Внешэкономбанке.

Неотъемлемой частью облигации является комплект из купонов, количество которых определяется сроком погашения облигации.

Датой выпуска займа считается 14 мая 1993 г., хотя фактически размещение облигаций началось только в октябре того же года. Процентная ставка составляла 3 % годовых. Первоначально было выпущено пять серий (траншей) обли-

гаций с погашением через один год, три года, шесть, десять и 15 лет соответственно.

Первые два транша были погашены в срок, погашение третьего должно было состояться 14 мая 1999 г., но было отложено. Их владельцам был перечислен лишь купонный доход. В письме Минфина России от 14 мая сообщалось, что в связи с тяжелой финансово-экономической ситуацией в России срок погашения облигаций переносится на 14 ноября 1999 г.

Всего было выпущено семь серий облигаций. Порядок обращения и выпуска ОВГВЗ первых пяти серий регулировался постановлением

Правительства РФ от 15 марта 1993 г. № 222, VI и VII серий – постановлением Правительства РФ от 4 марта 1996 г. № 229. Последним утверждены Условия выпуска, размещения и погашения внутреннего государственного валютного облигационного займа Российской Федерации 1996 г.

Были установлены следующие сроки погашения облигаций по сериям:

I серия – через год от даты выпуска (14 мая 1994 г.);

II серия – через три года от даты выпуска (14 мая 1996 г.);

III серия – через шесть лет от даты выпуска (14 мая 1999 г.);

IV серия – через десять лет от даты выпуска (14 мая 2003 г.);

V серия – через 15 лет от даты выпуска (14 мая 2008 г.);

VI серия – через десять лет от даты выпуска (2006 г.);

VII серия – через 15 лет от даты выпуска (2011 г.).

Наибольшие проблемы возникли с облигациями III серии. Экономическое положение страны после августовского дефолта 1998 г. не позволяло произвести погашение этих облигаций, поэтому было принято решение о новации ОВГВЗ III серии (постановление Правительства РФ от 29 ноября 1999 г. № 1306).

Указанным Постановлением предусматривалась эмиссия облигаций государственного валютного облигационного займа 1999 г. и облигаций федерального займа с фиксированным купонным доходом общей номинальной стоимостью 1322 млн дол. США. Срок обращения облигаций займа 1999 г. составлял восемь лет, купонный доход выплачивался два раза в год в размере 3 % годовых. Новация ОВГВЗ III серии осуществлялась путем их обмена на ОВГВЗ 1999 г. в соотношении 1: 1 либо на облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом по курсу рубля к доллару США, рассчитанному как среднее арифметическое курсов, установленных Банком России на первую рабочую неделю ноября 1999 г.

В настоящее время Внешэкономбанк принимает для оплаты купонов и погашения облигаций ВГВЗ IV, V и VII серий. В связи с тем, что сроки погашения ОВГВЗ IV и V серий наступили соответственно в 2003 и 2008 г., погашение облигаций указанных серий производится Внешэкономбан-



ком по факту их предъявления держателями после выделения необходимых денежных средств Минфином России. Период предъявления облигаций и купонов к оплате определен в десять лет начиная с конца календарного года, в течение которого подошел срок оплаты соответствующих облигаций и купонов.

Выпуск ОВГВЗ VI серии погашен в полном объеме.

ОВГВЗ серий I, II, III к погашению и оплате купонов не принимаются в связи с истечением десятилетнего срока, установленного Условиями выпуска ОВГВЗ для предъявления к оплате облигаций указанных серий.

## **Государственные долгосрочные облигации**

Государственные долгосрочные облигации (ГДО) были введены в обращение 1 июля 1991 г. в соответствии с Условиями выпуска государственного республиканского внутреннего займа РСФСР 1991 г., утвержденными постановлением Президиума Верховного Совета РСФСР от 30 сентября 1991 г. № 1697—1. Выпуск ГДО стал первым шагом российского правительства на пути создания цивилизованного рынка ценных бумаг.

Облигации рассчитаны на 30-летний период обращения с целью покрытия задолженности республиканского бюджета перед ЦБ РФ. Номинал ГДО составляет 100 тыс. руб., и по

ним ежегодно выплачивается процентный доход в размере 15 % к номинальной стоимости облигаций. Объем эмиссии составил 80 млрд руб. Облигации предназначены только для юридических лиц.

В соответствии с условиями выпуска должно быть введено в обращение 16 разрядов облигаций, объединенных в четыре группы:

- 1—4-й разряды – группа «Апрель»;
- 5—8-й разряды – группа «Июль»;
- 9—12-й разряды – группа «Октябрь»;
- 13—16-й разряды – группа «Январь».

В обращение поступили только облигации группы «Апрель» и «Октябрь». Облигации функционируют в документарной форме.

Распространялись ГДО через территориальные управления ЦБ России. При продаже на оборотной стороне бланка облигации учреждения ЦБ РФ, осуществившие продажу ГДО, указывали имя владельца облигации. Продажа облигаций осуществлялась по ценам реализации, которые могли быть как выше, так и ниже номинальной стоимости.

Постановлением Правительства РФ от 30 марта 2001 г. № 255 «О мерах по реализации Федерального закона „О федеральном бюджете на 2001 год“» Минфину России и ЦБ РФ было предписано осуществить обмен принадлежащих Банку облигаций государственного республиканского внутреннего займа РСФСР 1991 г. на ОФЗ-ПД со сроком погашения в

2005 г. и с выплатой дохода один раз в год начиная с 2002 г. в размере 1 % годовых.

Письмом от 8 апреля 2002 г. № 42-Т «Об уничтожении образцов облигаций государственного республиканского внутреннего займа РСФСР 1991 года» Банк России в связи с произведенным обменом ГДО на облигации федерального займа разрешил осуществить уничтожение указанных образцов.

## **Облигации внешних облигационных займов Российской Федерации**

С 1996 года Россия осуществляет размещение своих долговых ценных бумаг на мировом рынке. На европейском рынке эти бумаги называются еврооблигациями.

Первый внешний облигационный заем был выпущен Минфином России в ноябре – декабре 1996 г. в соответствии с постановлением Правительства РФ от 4 ноября 1996 г. № 1320 «О некоторых вопросах выпуска внешнего облигационного займа 1996 года». Заем был выпущен в долларах США, без регистрации в Российской Федерации проспекта эмиссии.

В настоящее время действуют Генеральные условия эмиссии и обращения облигаций внешних облигационных займов Российской Федерации, утвержденные постановлением Правительства РФ от 8 апреля 2010 г. № 217.

Генеральные условия определяют порядок эмиссии и обращения облигаций внешних облигационных займов России, обязательства по которым выражены в иностранной валюте. Эмитентом облигаций от имени Российской Федерации выступает Минфин России. Эмиссия облигаций осуществляется отдельными выпусками, каждый из которых имеет государственный регистрационный номер.

Владельцами облигаций могут стать как иностранные, так и российские юридические и физические лица. Владельцы облигаций имеют право на получение основной суммы долга (номинальной стоимости) в соответствии с графиком, установленным Условиями эмиссии и обращения облигаций, а также дохода в виде процентов, начисляемых на остающуюся непогашенной часть основной суммы долга.

Стоимость облигаций выражается в иностранной валюте. По срокам обращения облигации могут быть среднесрочными и долгосрочными (минимальный срок обращения – один год, максимальный – 20 лет). Они являются именными ценными бумагами, выпускаются в документарной форме и подлежат централизованному хранению.

Размещение облигаций производится путем открытой или закрытой подписки.

В соответствии с Условиями эмиссии и обращения облигаций внешних облигационных займов Российской Федерации (утв. приказом Минфина России от 15 апреля 2010 г. № 31н) номинальная стоимость одной облигации, обяза-

тельства по которой выражены в долларах США, составляет 100000 (сто тысяч) дол. США. Номинальная стоимость одной облигации, обязательства по которой выражены в евро, составляет 50000 (пятьдесят тысяч) евро. Условия каждого отдельного выпуска облигаций фиксируются в глобальном сертификате.

Цена размещения облигаций устанавливается Минфином России в решении о выпуске облигаций и может отличаться от номинальной стоимости облигаций.

## **Бескупонные облигации Банка России**

В сентябре 1998 г. Банк России предложил рынку новый инструмент – собственные бескупонные облигации (БОБР). До этого времени эмитентом государственных облигаций выступал только Минфин России.

Облигации Банка России имели срок обращения до трех месяцев. Участники рынка не проявили большого интереса к ним.

Последний выпуск БОБР был погашен в феврале 1999 г. Впоследствии Банк России практиковал эмиссию подобных бумаг в небольших объемах.

## **Государственные облигации США**

В США выпускаются следующие виды государственных

ценных бумаг:

- краткосрочные бескупонные казначейские обязательства (*treasury bills*),
- казначейские процентные облигации со сроком обращения от одного до девяти лет (*treasury notes*);
- процентные облигации со сроком обращения свыше десяти лет (*treasury bonds*);
- казначейские защищенные от инфляции облигации (TIPS).

В США государственные облигации гарантируются правительством и считаются самыми надежными ценными бумагами.

Ценными бумагами обеспечена большая часть внешнего долга США. По состоянию на июнь 2008 г. стоимость ценных бумаг США в руках у иностранцев составляла 10,3 трлн дол. США, в том числе в государственных облигациях США – 3,6 трлн дол., в корпоративных акциях – 3 трлн дол., в корпоративных облигациях – 2,8 трлн дол.

## **Облигации в исламском банкинге**

Исламское право не является самостоятельной системой, это лишь одна из сторон ислама. *Шариат* основан на обязательствах человека, а не на принципе естественных или дарованных государством прав. Источниками шариата являются *Коран*, *сунна* (жизнеописание) пророка Мохаммеда и

*иджма* (согласие ученых). К дополнительным источникам относятся *кияйс* – логическое умозаключение, *урф* – местечковый обычай, не противоречащий исламу, а также *мазхабы* – правовые системы шариата.

Исламские страны долгое время не выходили на рынок международного банковского дела. Первым получившим мировую известность коммерческим исламским банком стал Islamic Bank of Dubai. История развития исламского банкинга, как она трактуется в настоящее время, начинается с регистрации в 2001 г. первого выпуска исламских облигаций – *сукук*. Это была сделка Национальной ипотечной корпорации Малайзии.

Основным ограничением, наложенным на исламскую экономику, является запрет на ростовщическую деятельность, связанный с запретом на получение ссудного процента. В соответствии с исламским правом деньги являются лишь мерилем стоимости товара.

Согласно законам шариата, существует ряд запретов при выстраивании схемы сделок, к которым относятся:

- запрет на принятие риска (запрет на участие в игре с нулевым результатом);
- запрет на азартные игры (ввиду того что получается прибыль в результате случайного стечения обстоятельств);
- запрет на продажу долга за долг (например, в виде форвардных контрактов с отсрочкой платежа по ним).

Исламская экономика построена на принципе партнер-

ства (*economy of participation*). Основанием для этого стали система запретов на ростовщическую деятельность, принятие на себя неоправданных рисков и пари.

Исламское право содержит следующие запреты в области экономики:

*риба* – запрет на ссудный процент с долга, т. е. на любую выплату, превышающую предоставленный заем. В связи с этим деньги не воспринимаются как самостоятельный товар, но лишь как мерило стоимости товаров (среди современных исследований ссудного процента особо выделяется решение Верховного суда Пакистана от 23 декабря 1999 г. (Supreme Court of Pakistan), занимающее более 1100 стр.);

*гарар* – запрет на намеренный риск, выходящий за пределы необходимого. Запрет гарар не означает запрета на любые экономические риски. Современные исследователи гарара объясняют его через запрет участия в игре с нулевым результатом;

*майсир* – получение прибыли в результате случайного стечения обстоятельств;

сделки с запрещенными товарами, услугами (классическое страхование, алкоголь, свинина, азартные игры, секс-индустрия и т. д.). При этом, как правило, разрешенными являются сделки с имущественными комплексами, незначительную часть которых может составлять запрещенная продукция. Например, разрешается участие в строительстве и эксплуатации отелей, несмотря на то что в ресторанах при



этих отелях может продаваться алкоголь; *бай ал-кали би ал-кали*

# Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.