



ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

# Международные финансовые центры и их роль в развитии мировой экономики



*Аналитический обзор*

МОСКВА · 2012

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ БЮДЖЕТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ  
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»  
(ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ)

ИНСТИТУТ ИННОВАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКИ

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ  
ФИНАНСОВЫЕ ЦЕНТРЫ И  
ИХ РОЛЬ В РАЗВИТИИ  
МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ**

*Аналитический обзор*

МОСКВА 2012

УДК 339.7:339.9 (048)  
ББК 65.5

«Международные финансовые центры и их роль в развитии мировой экономики». Аналитический обзор. - М.: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. 2012 г. с. 444.

В современных условиях мировые финансовые центры играют важнейшую роль в обеспечении развития мировой экономики. Необходимость развития города Москвы как международного финансового центра является одной из важнейших задач развития экономики России. Глобальный экономический и финансовый кризис подчеркнул потребность в диверсификации российской экономики, в том числе на основе развития финансовой отрасли и рынка профессиональных финансовых услуг.

УДК 339.7:339.9 (048)  
ББК 65.5

Аналитический обзор  
**МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ЦЕНТРЫ И ИХ РОЛЬ В РАЗВИТИИ  
МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ**

Публикуется в авторской редакции.

Подписано в печать «17» октября 2011. Формат 60x90/16. Гарнитура Times New Roman

Усл.п.л. 27,75. Тираж 100 экз. Заказ №

Финансовый университет  
125993 (ГСП-3), Москва, Ленинградский просп., 49  
Отпечатано в ООП Финансового университета

© Коллектив авторов, 2012.  
© Финансовый университет, 2012.

## Авторский коллектив

**Бабаев С.С.**, к.э.н., эксперт Управления стратегии Департамента стратегии и развития ОАО Сбербанка РФ.

**Давтян М.А.**, д.э.н., профессор, заведующий кафедрой экономики предприятия и предпринимательства Российского университета дружбы народов.

**Дубинин С.К.**, Председатель Наблюдательного совета Банка ВТБ, член проектной группы №1 по созданию международного финансового центра в Российской Федерации «По совершенствованию финансовой инфраструктуры и регулированию финансового рынка».

**Кабир Л.С.**, д.э.н., профессор кафедры «Инвестиционный менеджмент» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Климачев В.В.**, к.э.н., декан факультета международного менеджмента и финансов Московского финансово-экономического института.

**Котляров М.А.**, д.э.н., профессор, Институт экономики УО РАН.

**Куприянова Л.М.**, к.э.н., доцент кафедры «Экономический анализ» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Малкина М.Ю.**, д.э.н., профессор, заведующая кафедрой «Теория экономики» Нижегородского государственного университета им. Н.И. Лобачевского.

**Навой А.В.**, к.э.н., заместитель начальника Управления Департамента платежного баланса Центрального банка РФ, докторант Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Привалов А.И.**, к.э.н., младший научный сотрудник Центра инновационных систем и институтов развития Института инновационной экономики Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Романова М.В.**, советник государственной гражданской службы Российской Федерации 2 класса, доктор экономических наук, профессор кафедры «Страхование» МФПА.

**Румянцева Е.Е.**, д.э.н., профессор кафедры финансов и отраслевой экономики Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации.

**Рыкова И.Н.**, д.э.н., директор Института инновационной экономики Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Сильвестров С.Н.**, д.э.н., профессор, проректор по научному и инновационному развитию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Соколинская Н.Э.**, к.э.н., профессор кафедры «Банки и банковский менеджмент» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Стародубцева Е.Б.**, д.э.н., профессор кафедры денег, кредита и ценных бумаг Всероссийского заочного финансово-экономического института.

**Суворов И.Г.**, президент Межгосударственного банка.

**Тогонидзе Д.И.**, Директор по продажам блок «Розничный бизнес» НБ «ТРАСТ» (ОАО).

**Уткин В.С.**, к.э.н., доцент кафедры «Денежно-кредитные отношения и монетарная политика» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Федотова М.А.**, д.э.н., профессор, заслуженный экономист Российской Федерации, проректор по научным исследованиям и разработкам Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Харитонов В.Н.**, аспирант кафедры мировой экономики и международных отношений Академии труда и социальных отношений.

**Хмыз О.В.**, к.э.н., доцент, кафедра международных финансов Московского государственного института международных отношений (МГИМО).

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	7
РАЗДЕЛ I. ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА И РОЛЬ МФЦ.....	9
1. Глобальная финансовая система в период преодоления мирового экономического кризиса.....	9
2. Характерные черты функционирования современных международных финансовых центров.....	29
3. Международные финансовые центры и их роль в развитии национальных экономик: сравнительный анализ.....	51
РАЗДЕЛ II. РЕГУЛИРОВАНИЕ И ФОРМИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА КАК ВАЖНЕЙШИЕ ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ МФЦ.....	88
4. Дружественные нормы регулирования – базис для создания благоприятной среды развития бизнеса в международном финансовом центре.....	88
5. Перспективы интеграции России в транграничные потоки капитала на основе создания международного финансового центра: политэкономический аспект.....	129
6. Привлечение инвестиций одна из задач создания международного финансового центра в Москве.....	152
7. Анализ изменений и дополнений порядка налогообложения операций, включая операции страхования, в соответствии с концепцией создания международного финансового центра в российской федерации.....	159
РАЗДЕЛ III. СОЗДАНИЕ МФЦ В МОСКВЕ (РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ).....	175
8. Институциональные предпосылки и условия создания международного финансового центра в Москве.....	175
9. О развитии международного финансового центра в Москве во взаимодействии с государствами СНГ.....	190
10. Проблемы формирования международного финансового центра в российской федерации (институциональный аспект).....	195
РАЗДЕЛ IV. СОСТОЯНИЕ И РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ НАЦИОНАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА КАК ОСНОВЫ ДЛЯ СОЗДАНИЯ МФЦ.....	220
11. Трансформация национального финансового рынка в международный финансовый центр: необходимость и реальность.....	220
12. Центральные контрагенты как важнейшая часть инфраструктуры международных финансовых центров.....	235

13. Оценка инфраструктуры финансового рынка в условиях развития МФЦ в России...	242
14. Адекватность состояния МКБ и его влияние на возможность функционирования МФЦ в РФ.....	272
15. Оценка проблем и перспектив развития банковской системы в условиях международного финансового центра российской федерации.....	294
16. Реализация программы развития синдицированного кредитования в России как условие международного финансового центра.....	335
17. Разработка предложений по развитию исламского банкинга в России.....	395
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	415
СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	421
Приложение 1.....	430
Приложение 2.....	431
Приложение 3.....	432
Приложение 4.....	433
Приложение 5.....	434
Приложение 6.....	437
Приложение 7.....	438
Приложение 8.....	439
Приложение 9.....	441
Приложение 10.....	442
Приложение 11.....	443

Задачи по формированию в Москве Международного финансового центра не могут рассматриваться в отрыве от национальных особенностей российского финансового рынка. Одним из условий для создания в России МФЦ является понимание, какая модель привлечения капитала складывается на российском финансовом рынке, развитие МФЦ должно являться проектом, – это шаг к созданию общего рынка капиталов, обеспечения доступа эмитентов и инвесторов на финансовые рынки друг друга и снижения зависимости от международного рынка ссудных капиталов.

Москва, как будущий международный финансовый центр, как минимум на постсоветском пространстве, должна иметь не только план действий в этом направлении, но и периодический серьезный научный анализ ситуации на пути в данном направлении. Выражаем уверенность в актуальности проведения регулярных аналитических исследований по проблематике создания в России МФЦ.



**Ректор Финансового университета,  
заслуженный деятель науки РФ,  
д.э.н., профессор,  
М.А. Эскиндаров**

Российская финансовая система переживает сейчас важный этап своего развития, который характеризуется прежде всего, интенсивной интеграцией в мировое экономическое пространство и созданием в России международного финансового центра.

В Совете Федерации есть четкая понимание, что принципиальным условием вхождения России число лидеров мировой экономики является скорейшее формирование законодательной базы, учитывающей международный опыт законодательного регулирования ведущих финансовых центров. Динамично реформирующиеся мировые финансовые системы в условиях глобального экономического кризиса представляют большой исследовательский интерес и являются источником бесценного опыта проведения быстрой и эффективной реформы сектора финансовых услуг.

Комитет Совета Федерации по финансовым рынкам и денежному обращению отмечает особую важность и огромное практическое значение аналитического обзора на тему: «Международные финансовые центры и их роль в развитие мировой экономики», подготовленного Институтом инновационной экономики.

**Председатель Комитета по  
финансовым рынкам и денежному  
обращению Совета Федерации  
Д.Н. Ананьев**

## ***ВВЕДЕНИЕ***

В современных условиях финансовые рынки играют важнейшую роль в обеспечении сбалансированности и инновационного развития экономики. Для решения этих задач необходима соответствующая, конкурентоспособная финансовая инфраструктура.

Необходимость развития Москвы как международного финансового центра (МФЦ) была сформулирована в уже 2008 г., когда глобальный экономический и финансовый кризис подчеркнул потребность в диверсификации российской экономики, в том числе на основе развития финансовой отрасли и рынка профессиональных финансовых услуг.

На текущий момент имеется классификация финансовых центров, которые подразделяются на:

- глобальные, являющиеся посредниками в прямом движении международного капитала, обслуживающие в том числе и остальные типы финансовых центров (Нью Йорк, Лондон);
- международные, обслуживающие финансовые потоки как минимум двух юрисдикций (Гонконг);
- нишевые финансовые центры, специализирующиеся на одной или нескольких финансовых услугах (Цюрих для услуг прайвет бэнкинга, Гамильтон для операций перестрахования);
- национальные финансовые центры, предоставляющие тот или иной набор финансовых услуг для национального рынка (Москва, Торонто);
- региональные, являющиеся финансовым центром для части страны (С-Петербург, Новосибирск).

Для выработки взвешенных решений по реконструкции инфраструктуры Москвы первым шагом по праву является рассмотрение современных тенденций развития международных финансовых центров, определения важнейших факторов воздействующих на их состояние. В условиях сохраняющейся нестабильности в ведущих мировых экономиках роль МФЦ



должна быть подвергнута тщательному анализу на предмет возможного участия в распространении «финансового заражения». Авторы настоящего сборника представили глубокий анализ данной проблематики. Как отмечает один из авторов сборника «Кризис финансовых институтов 2007 – 2008 годов ознаменовал начало глубокой и продолжительной рецессии. Кризис суверенных долгов в странах еврозоны является новым актом драмы на сцене того же глобального финансового театра<sup>1</sup>.». Естественно только регулярный мониторинг глобального финансового рынка позволит определить конкурентные преимущества национального МФЦ.

Важнейшим условием формирования МФЦ является создание качественного и дружественного регулирования и благоприятного финансового климата в стране. Необходимость движения в данном направлении признается всеми как учеными, так и руководителями страны. Тем не менее, периодический анализ конкурентности налогового режима и бремени регулятивного и коррупционного налога позволит определить реальное положение дел в данном направлении. Совершенно обосновано отмечена в материалах необходимость «снять ограничения путём отмены действующих норм регулирования, противоречащих международным нормам права», но необходимо иметь в виду, что регулирование – институт постоянно изменяющийся и не всегда в позитивном направлении. Поэтому актуальность качественного анализа регулятивного и налогового бремени будет видимо оставаться постоянно.

---

<sup>1</sup> *Дубинин С.К.*, Глобальная финансовая система в период преодоления мирового экономического кризиса

## РАЗДЕЛ I. ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА И РОЛЬ МФЦ

### *1. Глобальная финансовая система в период преодоления мирового экономического кризиса<sup>2</sup>*

Национальные финансовые системы, включающие государственные бюджеты, рынки ценных бумаг, банки и другие финансовые учреждения в течение последних трех десятилетий превратились в звенья глобальной финансовой системы. Но условия и технологии подключения национальных систем к глобальной зависят от степени «зрелости» национальных институтов, их способности эффективно формировать национальные сбережения и мобилизовать средства для инвестиций. Глобальные финансовые рынки имеют собственную институциональную и техническую инфраструктуру. Юридическая система использует в первую очередь британское право. Международное движение финансовых (денежных) потоков зависит от «силы притяжения» национальных финансовых систем, выражающейся в оценке сочетания рисков и доходности инвестиций на местных финансовых рынках, т.е. зависит от конкурентоспособности той или иной системы национальной.

В мировой экономике не только сформировались глобальные каналы движения ликвидности в виде глобальных финансовых рынков, но и произошло «привыкание» экономических факторов к наличию и доступности колоссальных объемов ликвидности, которая может быть достаточно оперативно мобилизована («поднята») на этих рынках. Если уподобить глобальное хозяйство гигантской гидроэлектростанции, то и в том и в другом сооружении рук человеческих вырабатываемая мощность напрямую зависит от объема ликвидного носителя, давящего на вращающиеся механизмы и передающего через них свою энергию в сети. Глобальная экономика в течение трех десятилетий была рассчитана на накопление огромных финансовых активов и соответствующих обязательств, а в ходе кризиса это

---

<sup>2</sup> Дубинин С.К., Председатель Наблюдательного совета Банка ВТБ, член проектной группы №1 по созданию международного финансового центра в Российской Федерации «По совершенствованию финансовой

«водохранилище» значительно обмелело. В результате в глобальной финансовой системе более не создается необходимое давление, и многие агрегаты нуждаются в дорогостоящем ремонте, без которого формирование совокупного спроса остается недостаточным для ускорения экономического роста.

В системе отношений, где зарплата бюджетников в США непосредственно зависит от возможности их администрации привлечь в облигации американского госдолга доллары, накопленные в золотовалютных резервах Китая, а доход китайского производителя или торговца предметами первой необходимости, в то же время, зависит от покупательной способности домохозяйств в США, движущей силой подавляющего числа экономических решений стала оценка баланса международных денежных потоков. В свою очередь, их устойчивость зависит от национальной конкурентоспособности на мировом рынке.

Разумеется, конкурентоспособность экономик стран более развитых и стран развивающихся рынков определяется сегодня различными с качественной точки зрения факторами. Человеческий капитал развитой экономики, США например, никогда не был и никогда не будет в дальнейшем дешевле человеческого капитала в Китае. Преимущества США заключается в способности дорогостоящего человеческого капитала производить и внедрять технологические инновации в сферах производства товаров и услуг категории высоких технологий. Инновации в финансовых услугах, - рынок деривативов, срочных товарных инструментов, операции по хеджированию рисков, сделки по венчурным инвестициям - весь данный инструментарий тесно связан с высокими технологиями. Одновременно наличие такого инструментария, обеспечивающего мобилизацию необходимых инвестиционных ресурсов, набор кредитного рычага и проведение первичного размещения в качестве выхода из реализованного проекта, только и способен обслуживать инновационную экономику. Один вид инноваций теряет смысл без другого.

Российские бизнесмены и аналитики рассматривают глобализацию прежде всего в качестве угрозы, в лучшем случае – вызова, но никогда как новую возможность. В ходе экономического кризиса, действительно, проявились негативные последствия глобализации мирового воспроизводственного процесса. Стало принято резко отрицательно оценивать наращивание масштабов финансовых рынков и усложнение сделок с применением производных финансовых инструментов. Именно в данной сфере произошли первые срывы платежей, которые послужили первым упавшим камнем, который вызвал обвал финансовых рынков вниз. Однако нельзя забывать, что финансовые инновации в сфере деривативов на финансовом и товарном рынках создали за два предкризисных десятилетия необходимые и достаточные условия для наращивания инвестиций как в развитых странах, так и в странах развивающихся рынков. Инновации в финансовом секторе позволили наращивать денежные потоки, без которых невозможно было бы построить инновационные современные промышленные предприятия и обеспечить спрос на их продукцию.

Финансовые потоки трудом населения развивающихся государств были развёрнуты в значительной степени в экономику развивающихся рынков. Массовый экспорт из Китая и Индии товаров и услуг по дешёвой цене привел к формированию структурных дисбалансов в движении денежных потоков, выразившихся в профиците платёжных балансов этих стран и накоплении ими огромных золотого – валютных резервов. Признавая несомненные заслуги этих стран, нельзя не видеть, что важнейшим условием их ускоренного роста стал тот переизбыток свободных финансовых ресурсов, который был создан в мире в ходе развития финансовых инноваций на рынках деривативов и «оверлеверидж» банковских кредитов.

В результате формирование национального совокупного спроса, потребления (частного и государственного) и инвестиций, оказалось как бы оторванным от создания сбережений в национальной экономике. По крайней мере, на некоторое время. Экономика США обеспечила создание такой

изоощренной финансовой системы, которая дала приток в данную страну наиболее мощного потока финансовых ресурсов в мире. Следовательно, использование глобального финансового рынка для привлечения вложений в долговые обязательства, для получения кредитов частным сектором (корпорации и домохозяйства) и государственным сектором США оказались важнейшими методами финансирования потребления и инвестиций в этих секторах, несмотря на снижение уровня сбережений вплоть до нулевой отметки.

Национальные сбережения накапливаются, выходят на глобальный рынок и инвестируются в сделки с финансовыми инструментами. Приобретение прав на акционерный капитал или долговых обязательств предприятий реального сектора своей собственной страны – это лишь один из вариантов размещения средств в финансовые инструменты, наряду с приобретением любых производных (деривативов), акций корпоративного сектора или государственных облигаций, эмитируемых в любых иных странах.

Таким образом, сформировалось устойчивое разделение стран на группы (1), имеющих дефицит текущего платежного баланса; (2) имеющих дефицит бюджета; (3) имеющих профицит текущего платежного баланса и (4) имеющих профицит бюджета. Страны с «двойным дефицитом» до кризиса превратились в основных международных заемщиков, страны с «двойным профицитом» – в кредиторов. Такие страны с «двойным дефицитом», как, прежде всего, США и Великобритания, а также Италия, Испания, Австралия превратились в страны – должники.

Структура глобальной финансовой системы в ходе кризиса значительно изменилась именно в результате переоценки рисков и оценки доверия к государственным и частным финансовым инструментам. В эпоху «после краха «Леман браверз» давнее распределение ролей сохранилось между дефицитными и профицитными экономиками, однако слабые дефицитные экономики, за исключением США, в значительной степени утратили способность привлекать займы по приемлемой цене.

Таким образом, основными причинами дисбалансов и вызовов глобальной финансовой системы являются, во-первых, глубокие различия в конкурентоспособности и эффективности национальных финансовых систем. Они включаются в работу с глобальной системой на весьма различных условиях; во-вторых, тот факт, что техническое и юридическое развитие инфраструктуры глобальных рынков далеко опередили способность субъектов (участников сделок), операторов на этих рынках оценивать риски сделок с теми или иными финансовыми инструментами; в-третьих, дисбалансы, финансовые «пузыри» на глобальных рынках стали возможными постольку, поскольку не существует методов и учреждений глобального (межгосударственного) их регулирования, а национальное регулирование оказалось явно недостаточно эффективным.

Глобальная финансовая система была эпицентром мощного потрясения - мирового экономического кризиса 2007-2009 гг. По аналогии с катастрофическими землетрясениями можно было ожидать нескольких волн колебаний финансовых рынков и институтов. И эти удары пришли. Последний из них по времени – это кризисы государственного долга в США и странах еврозоны. Но, как и полагается, они имеют меньший масштаб и носят затухающий характер. Данные кризисы лишены элемента неожиданности для инвесторов, банковские системы готовятся к падению стоимости облигаций государственных займов и формируют под такие активы резервы. Держатели облигаций вырабатывают планы реструктуризации долгов наиболее слабых эмитентов, таких как правительство Греции.

Затяжной кризис в Греции отражает *структурную слабость экономики не только этой страны и подобных ей южноевропейских экономик, но неустойчивость всей конструкции еврозоны*. В единой денежной системе были объединены страны с различным уровнем эффективности экономики. Твердая валюта со стабильным курсом по отношению к доллару США не мешает германским экспортерам наращивать свою конкурентоспособность за счет роста производительности основных фондов и человеческого капитала, то

же относится и к целому ряду стран северной и центральной Европы. Экономика же Греции при невозможности девальвировать денежную единицу просто развалилась. По-существу дефолт по госдолгу правительства Греции уже произошел, но был объявлен в форме реструктуризации обязательств и нового этапа оказания поддержки со стороны властей стран ЕС и частных держателей греческих бумаг. Политика преодоления дефицитности государственных бюджетов, проводимая сегодня по требованию партнеров по зоне евро правительствами Греции, Испании, Италии, Ирландии, должна обеспечить восстановление доверия инвесторов не только к ценным бумагам этих стран, но прежде всего доверия к общей валюте – евро.

На этом фоне происходит поиск «общеевропейского» ответа на вызовы финансового кризиса и проблем государственного перекредитования и жизни в долг. Всё более очевидно, что рождение Европейского Валютного Фонда в форме Европейского Учреждения Финансовой Стабильности (European Financial Stability Facility) не решает существующих проблем.

Фактически возрождается идея «Европы разных скоростей». Во-первых, для зоны евро предлагается консолидация бюджетной и денежной политики с передачей ряда функций на наднациональный уровень. Как заявил президент Франции Николя Саркази: «Я федералист». Он предлагает 17 лидерам стран еврозоны проводить интегрированную политику и поступиться частью суверенитета<sup>3</sup>.

Во-вторых, остальным десяти членам ЕС предстоит не форсировать вхождение в зону евро и сосредоточиться на политике повышения своей конкурентоспособности. Наконец, в-третьих, страны «Восточного партнерства» могут продолжать свою политику сближения с ЕС через освоение стандартов сообщества в течение неопределенно долгого времени. Фактически тот же подход предлагается в отношении заявки Турции на вступление в ЕС.

В рамках данного подхода расширение полномочий как брюссельской бюрократии, так и решений совета 17 министров финансов правительств стран

---

<sup>3</sup> The Economist. July 30, p.24.

еврозоны при определении бюджетных решений этих стран, вплоть до введения единых налогов (налога на финансовые транзакции, например) и выпуска совместных единых евробондов, гарантированных правительствами 17 стран, представляется вполне реальной перспективой ближайших 5 -7 лет.

Требования руководителей Франции дополнить Маастрихтское соглашение (пакт о монетарной стабильности) столь же жестким соглашением по созданию единых органов регулирования «фискальной позиции» стран – участниц еврозоны вызывает упорное сопротивление остальных партнеров. Нет сомнений, что подобные решения, ограничивающие национальный суверенитет в бюджетной политике, потребуют тяжелых продолжительных переговоров.

Встречные требования потенциальных участников такого соглашения можно предвидеть по поведению восточноевропейских стран – членов ЕС. Они выдвинули перед лицом кризиса план массированного перераспределения бюджетных ресурсов из более богатых стран для поддержки слабых экономик. Однако признание принципа «Европы разных скоростей» может сделать проведение общей политики в рамках еврозоны более реалистичным для грядущих лет. Без ответа остаётся до настоящего времени вопрос о том, что же делать уже сегодня с переживающей долговой кризис Грецией.

Государственная политика регулирования финансовой системы постепенно созревает до уровня тех задач, которые кризис поставил перед ней. Глобальная экономика, жившая в предкризисную эпоху на основе так называемого «Вашингтонского консенсуса», обеспечила более двадцати лет экономического роста. Однако в этот период саморегулирование финансовых рынков привело к накоплению потенциала кризисного взрыва. Эта система не имеет реального центра надзора и регулирования. Кризис резко изменил отношение к необходимости регулирования соответствующих финансовых рынков и учреждений. Кризис финансовых институтов 2007 – 2008 годов ознаменовал начало глубокой и продолжительной рецессии. Кризис суверенных долгов в странах еврозоны является новым актом драмы на сцене того же глобального финансового театра.



До краха «Леман браверз» считалось вполне достаточным рыночного саморегулирования и действий различных бизнес-ассоциаций». После «Леман браверз» национальные правительства и ЦБ приступили к созданию новых правил игры. Практические шаги были предприняты национальными правительствами и законодателями ведущих развитых стран, в первую очередь США, в одностороннем порядке. Этот подход явно более реалистичен, чем планы расширения полномочий МВФ или Европейской комиссии.

Страны еврозоны, так же как Великобритания, считали до самого последнего времени, что могут позволить себе ограничения государственного спроса, поскольку такая политика построена на расчете на то, что администрация США продолжит денежную экспансию и накачку спроса на своем рынке, предъявляя спрос на импорт товаров и услуг. Экономика США, где наблюдаются признаки выхода из рецессии, должна сыграть роль локомотива, вытягивающего из кризиса экономики их партнеров. Однако политика «количественного смягчения», т.е. значительной денежной накачки, оказалась неэффективной даже для стимулирования выхода из кризиса экономики самих США.

Долгосрочные последствия такого стимулирования весьма не однозначны. Кеннет Рогов и Кармен Райнхардт показали, что страны с высоким уровнем государственного долга, выше 90% ВВП для развитых стран и выше 60% для развивающихся, выходят из кризисов существенно медленнее. В то же время «Наше исследование длительной истории финансовых кризисов показывает, что выбор является нелегким, ...вчерашний финансовый кризис может легко превратиться в завтрашний кризис правительственного долга». «Проблемы суверенного долга являются типичным следствием после шока международного финансового кризиса»<sup>4</sup>.

Европейские экономисты и политики в своем большинстве признают нарастание бюджетных дефицитов и соответствующего государственного долга наиболее опасным вызовом, грозящим дестабилизировать экономику зоны

---

<sup>4</sup> Financial Times, January 28, 2010

евро и ЕС в целом. Но данная проблема стоит и перед США, и перед Японией.

В течение 2010-2011 гг. ведущим развитым странам предстоит разместить на рынке государственные займы в объеме около 12 000 млрд. долл. для покрытия их бюджетных потребностей. Это представляет собой увеличение таких размещений примерно на одну треть в два года. По различным оценкам в течение 5-6 лет госдолг может достигнуть (в % к ВВП) показателя в Японии 300%, Великобритании – 200%, Франции, Германии и Италии – 150% и более, в США превысить 120%.

Поскольку подавляющая часть операций на глобальном финансовом рынке осуществляется в долларах США и во многих случаях с участием финансовых учреждений США, то меры по банковскому регулированию и реорганизации финансовых рынков, принимаемые администрацией США, диктуют новые правила игры, фактически, для всего глобального финансового рынка в целом.

Президентом США подписан «Додд-Фрэнк билл» (Уолл-стрит билл) по реформе финансового рынка и банковского сектора. Основное содержание закона направлено на:

- ужесточение правил пруденциального надзора за банковскими учреждениями с учетом специфики современной структуры банковских холдингов;

- обеспечение достаточности капитала банков с целью создания «достаточного буфера как охранной меры против кризисов в будущем», с возможностью установления индивидуального уровня достаточности капитала для конкретных крупных банков;

- запрет банкам в составе банковских холдингов играть против тех финансовых инструментов, которые размещаются на рынке с участием инвестиционных учреждений, принадлежащих тому же холдингу и выступающих в качестве организаторов размещения;

— запрет на участие за счет собственных средств банков в хедж-фондах и фондах прямых инвестиций в объеме более 3 % капитала первого уровня банка и также более 3% капитала хедж-фонда;

— запрет на торговлю деривативами на собственные средства банков на внебиржевом рынке.

В данном законе предусмотрено также введение в будущем налогового сбора (levy) с крупных банков в размере 0,15% банковских обязательств, провозглашена реорганизация системы надзорных органов и органов регулирования финансовых рынков и банковской системы.

Законодательство США вводит финансовую ответственность рейтинговых агентств за введение в заблуждение потребителей услуг, если их оценки (рейтинги) не соответствуют действительности. Аналогично аудиторские компании будут нести ответственность за качество аудиторских заключений.

Летом 2011г. финансовый рынок последовательно не хотел верить в то, что компромисс по увеличению госдолга США не будет найден. Никакие разговоры рейтинговых агентств о снижении рейтинга госзаймов США не заставили инвесторов выходить из казначейских облигаций США. В случае технического дефолта сбросить эти бумаги, конечно, многие попытались бы, что вряд ли могло закончиться удачно. Однако даже в таком случае не следовало бы ожидать тех катастрофических последствий, о которых говорили многие аналитики. Казначейские облигации США не утратили роли финансового убежища после решения рейтингового агентства «Стэндрт энд Пурс» понизить рейтинг этих бумаг на одну ступень. Финансовый рынок не способен предложить инвесторам реальной масштабной альтернативы.

Вместе с тем необходимо учитывать, что в течение периода ближайших 5-6 лет будет продолжаться накачка экономик развитых стран ликвидными средствами в целях преодоления стагнации совокупного спроса и стимулирования экономического роста. Однако большинство экономистов разделяет опасения, что долгосрочные последствия столь продолжительного

периода накачки предложения денег не может не вызвать естественное переполнение рынков ликвидностью. Тот же повышенный спрос на государственные ценные бумаги имеет все признаки очередного финансового пузыря.

Аналогичным образом развиваются события и на рынках финансовых инструментов на базе товарных рынков (commodity markets derivatives). Высока вероятность высокой волатильности и снижения котировок подобных финансовых активов. Серия «взрывов» на подобных рынках может окончательно убедить инвесторов в высокой степени риска вложений в активы на слабо регулируемых непредсказуемых глобальных рынках. В результате чего должна смениться модель роста. От задачи недопущения дефляции развитые страны перейдут к ситуации «стагфляции». Медленный экономический рост может сочетаться с раскручиванием спирали инфляции.

Высокая инфляция – наиболее очевидный путь решения проблем суверенной и частной задолженности, а также проблемы «токсичных активов», накопленных институтами финансового сектора, прежде всего банками и страховыми компаниями.

Изменение масштаба цен в мировой экономике не требует согласованного решения руководителей на саммите G-20. Все будет происходить просто как следствие продолжения практики «количественного смягчения» денежной политики. Именно так действуют сегодня главные эмиссионные центры мира – ФРС США, ЕЦБ, Банк Японии и Банк Англии. Некоторые различия в их подходах к решению задач консолидации выхода из кризиса и возобновления экономического роста, безусловно, существуют, однако практические же их действия однородны и являются плодом неизбежных компромиссов.

Развитые страны стоят перед лицом двух угроз. Первая – нестабильность выхода из кризиса, сохранение высокого уровня безработицы. Вторая – возможная финансовая паника и потеря доверия к денежным активам, бегство от некоторых валют, финансовых инструментов, институтов. При выработке

политики «консолидации выхода из кризиса» руководителям развитых стран приходится делать тяжелый выбор между приоритетами - стимулированием экономического роста и занятости и укреплением доверия к национальной денежной единице, а, следовательно к финансовой системе в целом.

Глобализация мировой экономики выдержала испытание мировым кризисом 2007-2010 годов. Мировое хозяйство не разделилось на противоборствующие экономические блоки. Свободное движение капиталов на мировом финансовом рынке не подверглось национальным ограничениям, а ведь подобного можно было ожидать, учитывая, что именно финансовый кризис взорвал успешное развитие мировой экономики и превратил экономический рост в спад. Тем не менее, предстоящий этап мирового развития не только не перечеркнет процесс глобализации, но даст ей новый толчок.

Произошло «расщипление» мирового экономического цикла. Наиболее развитые страны погрузились в рецессию, относительно быстрый рост сохранила только часть стран – лидеры развивающихся рынков. Выход из кризиса происходит крайне неравномерно. Россия также явно не относится к группе стран быстрого послекризисного экономического роста.

«Расщипление» экономического цикла значительно осложнило задачу продолжения экспортной экспансии и для стран – производителей массовой промышленной продукции, и для стран экспортеров сырьевых товаров. Они, безусловно, усиливают взаимодействие друг с другом, являясь рынком сбыта этих экспортных поставок. Одновременно происходит значительное усиление конкуренции на всех мировых рынках. Это относится и к рынку долгосрочных прямых инвестиций. Без привлечения таких капиталовложений в российскую экономику решение задач её модернизации выглядит заведомо неразрешимым. До настоящего времени ни бизнес сообщество России, ни органы государственного регулирования экономики не научились извлекать позитивные результаты из включения российской экономики в процесс глобализации.

Данная ситуация в глобальной экономике явно не способствует росту

экономики России. Несмотря на то, устойчивый посткризисный рост цены барреля нефти с минимального значения около 40 долл. до сегодняшнего уровня в 100 долл. и выше, рост цен на энергоносители не сопровождается увеличением спроса на них. Одновременно ускоренным темпом около 40% в год происходит рост импорта. Из фактора стимулирования развития экспорт нефти и газа превращается в ресурс простой балансировки текущего платёжного баланса. Российская экономика сохраняет исключительно высокую зависимость от волатильности нефтяных цен. В случае их снижения в российской финансовой системе немедленно наступит тяжелая полоса. Положительное сальдо текущего платёжного баланса сменится отрицательным с последующим снижением обменного курса рубля, резко возрастет дефицит федерального бюджета, банки и крупнейшие промышленные компании столкнутся со значительными трудностями в обслуживании внешней корпоративной задолженности.

Неудивительно, что картина, наблюдаемая в экономике России, не отличается в лучшую сторону в сравнении со средними данными по увеличению глобального валового продукта. Рост ВВП в России в 2010 году оценивался в 3,9%, ожидаемый показатель в 2011 г. находится в пределах 4%.

В ближайшие годы экономический рост в России будет всё в большей степени определяться внутренними событиями. Перечень позитивных факторов, способствующих возобновлению роста ВВП в России, достаточно убедителен: начиная со стабильного состояния государственного федерального бюджета, дефицит которого в 2010 году оценивается в 3,9% валового продукта, до возобновления роста кредитования экономики российскими банками.

Внутрироссийский совокупный спрос, тем не менее, не смог стать двигателем экономики. Государственный спрос не будет увеличиваться в реальном выражении, поскольку финансовые ресурсы расходов федерального бюджета достигли предела своего расширения. Частный спрос домохозяйств и частного бизнеса является откровенно ориентированным на импорт.

Отсюда и достигнутые в истекшем 2010 году результаты, которые весьма

скромны. Экономический рост ниже 4%, сохранение инфляции потребительских цен на высоком, особенно для кризисных лет, уровне. По итогам 2010 года инфляция составила 8,8%. Прогноз Минэкономразвития на 2011 год – 6-7%, большинство аналитиков оценивают предстоящий темп роста цен в 8% минимум.

По данным Евростата, рост потребительских цен в Европейском Союзе в 2010 году оценивается величиной до 2,2%. В предшествующем 2009 году этот показатель составлял 1,9%. Росстат констатирует, что в Российской Федерации в январе 2011 года цены на водоснабжение и отопление увеличились на 3-4%, на электроэнергию на 5,6%. Регулируемые цены растут скачками несколько раз в год, поквартально, либо один раз в полугодие. Бензин же, считающийся товаром свободного рынка, подорожал в январе на 0,7%, однако рост цены на данный товар фактически непрерывен, он происходит круглогодично с сезонными плавными колебаниями.

2009 – 2010 годы демонстрируют скромные показатели инвестиционной активности. В результате в период кризиса не произошла переоценка ценностей в экономике, ни в бухгалтерском, ни в макроэкономическом смысле слова. Структура хозяйственной системы осталась докризисной, использование природных ресурсов неэффективным, производительность труда не выросла.

Общее мнение заключается в том, что инвестиционный климат в экономике России остается малопривлекательным для частных инвесторов даже на фоне продолжающихся финансовых перипетий и неприятностей в странах зоны евро и раздувания государственного долга в США. Разумеется, российская экономика соперничает за привлечение инвестиций, отечественных и зарубежных, не столько с этими странами, а сколько с Китаем, Индией, Бразилией. В этом контексте наши проблемы смотрятся ещё более выпукло.

К рассмотрению ставшего привычным перечня негативных явлений, включающего коррупционную «административную ренту», забюрократизированность всех процедур регистрации нового бизнеса, риски правоохранительной и судебной системы, стоит добавить такие тормозящие

инвестиционный процесс явления как неконкурентную, высокомонополизированную систему российских рынков. Именно это делают накачку совокупного спроса в России малоэффективным способом стимулирования экономического роста.

Речь идёт как о скрытых картельных соглашениях на товарных рынках, так и о сохранении излишнего влияния естественных монополий на развитие экономики. Внутророссийский рынок реальных поставок нефти фактически поделен по географическому принципу владельцами нефтяных запасов и мощностей по переработке сырой нефти. Рынок устроен таким образом, что не позволяет собрать статистику референтных проверяемых рублёвых цен. Сделки мелких и средних поставщиков нефти оформляются, как правило, на основе цен свопового рынка в Роттердаме минус затраты на логистику. Крупные поставщики нефти на внутреннем рынке применяют бартерные сделки как с нефтеперерабатывающими заводами, входящими в одну с ними холдинговую группу, так и с внешними по отношению к «родной» группе потребителями.

Наиболее серьёзной попыткой создания конкурентного рынка стратегически важного товара стала либерализация электроэнергетики и соответствующего рынка электрической энергии. Постоянное увеличение доли свободного рынка, которая составляет сегодня около 50% реализации электроэнергии, все же носит ограниченный характер. За его пределами остаётся ряд регионов (Дальний Восток), а также такой сектор хозяйства, как поставка электричества населению, субсидируемая за счет поставок крупным промышленным потребителям. Такие поставщики энергии как гидро- и атомные станции работают в режиме ценопринимания.

По словам Михаила Слободина ... «самое главное – правила, по которым устроен рынок мощности, сводят всю либерализацию к системе ручного управления. При отборе мощности часть самых дорогих заявок отсекается, и эти станции работают ... по тарифам. Таких генераторов по стране – 20 Гвт.»<sup>5</sup>. При этом применяется установление прайс-кэпов (потолков

---

<sup>5</sup> Ведомости, 13 января 2011.



цен) при отборе мощности. Они используются для принудительного регулирования цен на электроэнергию. Но эти практики оказались явно неэффективными, свободные рыночные цены выросли примерно в 2,5 раза.

Всё же положительной стороной свободного рынка электроэнергии, несомненно, является наличие ясно прописанных правил работы рынка, прежде всего ценообразования, при реализации соответствующей продукции. Даже тарифное ценообразование в отраслях «естественных монополий», с вполне открыто регулируемыеми ценами – тарифами, функционируют в соответствии с некоторыми формальными процедурами. Однако ни в газовой отрасли, ни на железнодорожном или трубопроводном транспорте, ни в сетевом хозяйстве эти процедуры не являются прозрачными.

Гораздо сложнее обстоят дела на якобы абсолютно свободных товарных рынках и рынках услуг. Например, на смежных с электроэнергетикой рынках топлива, рынке угля и нефтепродуктов, царят скрытые абсолютно не прописанные в правовом отношении правила. К большому сожалению, в данном направлении эволюционируют также рынки телекоммуникационных услуг.

Приходится признать, что единственным реальным способом обеспечения конкурентной бизнес-среды в России было и остаётся открытие внутреннего рынка для импортных поставок. Попытки закрытия отечественного рынка от импорта в целях создания благоприятных условий для инвестиций в производство на российской территории заканчиваются консервацией отсталости и неоправданным повышением цен для российских потребителей. Это подтверждено на практике опытом самых разных отраслей от автомобилестроения до производства куриных окорочков.

Наиболее репрезентативными ценами на товарные группы, по которым технически возможно формировать качественно однородные партии товаров, обеспечивающие количественное равенство товара в каждой (нефть, нефтепродукты, металлы, зерно), могут быть цены биржевых торгов. Однако все попытки организации крупных специализированных товарных бирж имели

весьма ограниченный успех. Остаются нерешенными многочисленные вопросы формирования базы цен для биржевых торгов, а также налогообложения НДС и налогами на прибыль при поставках по сделкам своп или при хеджировании рисков с использованием срочных контрактов.

Несомненно, государственное регулирование рынков, направленное на обеспечение формирования конкурентных рыночных цен, должно было быть направлено на российские рынки, а не только на контроль за доступом к экспортным трубопроводам и портовым терминалам погрузки нефти. Однако реальная практика Минэкономразвития и ФАС демонстрирует явную тенденцию превращения этих ведомств в аналог советского Госкомцен. Усилия направляются на расчет «справедливых» внутренних цен на базе анализа затрат и «инвестиционной составляющей», прокрутки их через модели межотраслевых балансов. Отсюда следует примитивный вывод о необходимости «сокращения числа посредников».

Вместо конкуренции на рынке с гибкими ценами, определяемыми платежеспособным спросом и предложением товаров, практически российская экономика скатывается к административно утверждаемым картельным ценам. Аналогичная практика в отраслях «естественных монополий», к сожалению, ничему никого не научила. Хотя все жалуются на то, что именно эти отрасли душат экономику постоянно растущими тарифами и ценами.

В таких условиях рыночные по форме цены оказываются недостаточно ясными ориентирами для принятия решений о потенциальных капитальных вложениях. Риски долгосрочных инвестиций оцениваются как очень высокие, поскольку их окупаемость невозможно анализировать с использованием привычного для инвесторов методического аппарата. Одним из следствий такого положения остается недооценка рыночной капитализации российских акционерных обществ на фондовом рынке в самой России и за рубежом.

В данном контексте необходимо взглянуть и на перспективы инвестиций в инновационные проекты. Важнейшей стороной принятия решений о проектах start up является оценка рынка сбыта инновационной продукции. Вместе с тем

необходима реалистичная оценка затрат на реализацию проекта, включая электроэнергию, теплоснабжение, стоимость земли или аренды недвижимости и т.п. и т.д. В центральном регионе критически важными параметрами давно стали возможности получения подключения к снабжению газом, водой, электричеством. Регистрируемые в Сколково юридические лица, несомненно, будут разворачивать реальное производство в тех регионах России, которые предложат им лучшие ценовые условия по этим ресурсам.

Обеспечение равных условий конкурентной борьбы для всех потенциальных инвесторов, исключение из реальной деловой практики покупаемых за «откаты» административным начальникам привилегий – требование жизни. Только создав для бизнеса понятные условия игры и ровное игровое поле в своей стране, мы можем рассчитывать на стратегический успех на мировой арене, добиться которого можно только за счет ускорения роста экономики.

Инвестиции в начале 2011г. в нашей экономике растут весьма скромными темпами и сосредотачиваются в традиционных для российской экономики экспортно-ориентированных секторах – металлургии и добыче углеводородного сырья. Российским властям необходимо обеспечить привлекательность экономики страны для победы в конкурентной борьбе за инвестиции. А уже на этой основе наращивать эффективность экономической системы России.

Прямые иностранные инвестиции в российскую экономику достаточно жестко контролируются правительством. Законодательно установлено, что в 42 отраслях российской экономики, признанных стратегическими, потенциальный зарубежный инвестор должен получать предварительное одобрение своего участия в инвестиционном проекте от правительственной комиссии, если такое участие предусмотрено в доле свыше 10%.

При привлечении инвестиций иностранных фирм-производителей автомобилей Минэкономразвитие РФ провело в жизнь достаточно гибкую схему сочетания налоговых и таможенных льгот для инвесторов с

требованиями локализации производства комплектующих для конечной продукции. Однако расширение подобных требований, включение в них передачу технологий и лицензий российским партнерам без встречных уступок в сфере налогов или прав аренды государственных земельных участков для инвесторов оказывается, как правило, неприемлемым.

В этих условиях важнейшее значение приобретает оценка инвесторами российского странового риска и связанная с этим оценка качества функционирования российских юридических и экономических институтов. Именно этими факторами определяется в настоящее время конкурентоспособность страны в деле привлечения инвестиционных финансовых потоков. За отсутствие такой конкурентоспособности приходится платить в самом прямом смысле слова – повышением процентов, предоставлением дополнительного обеспечения по кредитам, отказом инвесторов от вложения капиталов в России. В ближайшие годы экономический рост в России будет всё в большей степени определяться внутренними событиями. Это требует от российской власти и бизнеса сосредоточения на проблемах эффективности функционирования внутрироссийских институтов экономического и социального развития.

К рассмотрению ставшего привычным перечня негативных явлений, включающего коррупционную «административную ренту», забюрократизированность всех процедур регистрации нового бизнеса, риски правоохранительной и судебной системы, стоит добавить такие тормозящие инвестиционный процесс явления, как неконкурентную, высокомонополизированную систему российских рынков. Речь идёт как о скрытых картельных соглашениях на товарных рынках, так и о сохранении излишнего влияния естественных монополий на развитие экономики. Именно это делает накачку совокупного спроса в России малоэффективным способом стимулирования экономического роста.

Общая либерализация условий привлечения иностранных инвесторов в сочетании со льготным режимом для тех, кто приходит в высокорисковые

отрасли высоких технологий представляется наиболее логичным и эффективным подходом для преодоления существующих трудностей российской экономики.

Стабилизация экономического роста и доходов первого десятилетия XXI века не создала основы для долговременного развития. Глобальный финансовый и экономический кризис развеял ощущение успеха, кризис проявил и вывел на всеобщее обозрение сильные и слабые стороны российской экономики и политики. Мы вновь обнаружили себя в кругу весьма похожих на нас стран «развивающихся рынков», имеющих схожие проблемы. Ощущение движения по кругу, цикличности развития и слабости прогресса нарастает.

Замедление экономического роста в России имеет серьезные негативные последствия. Во-первых, нарастает отставание нашей страны от той части мира, которую принято именовать «Западом», «золотым миллиардом». ВВП в расчете на одного гражданина России в объеме 13-14 тыс. долл. ставит нашу страну в положение развивающейся на уровне застойных латиноамериканских экономик и без перспективы перехода в более высокую категорию.

Во-вторых, это категорически не соответствует политическим и социальным ожиданиям основных масс российского населения, продолжающих верить в предназначение России быть великой державой, что бы в это понятие ни вкладывалось.

В-третьих, вслед за фактом отставания от западных стран нам грозит перспектива привыкать к новому положению отставания от традиционно более бедных, чем Россия, стран Юго-Восточной Азии. Если к отставанию по объему ВВП в отношении Китая общественное сознание России смирилось, то факт равенства с Индонезией или Филиппинами может быть воспринят крайне болезненно.

По существу Россия выбыла из числа быстрорастущих экономик и покинула «лигу БРИК». Но и ранее к ней мы принадлежали чисто формально, так как российская структура экономики радикально отличается от китайской или индийской. Это страны, в которых происходит трансформация экономик из

аграрных в индустриальные, тогда как Россия прошла этот этап развития более пятидесяти лет назад.

Правительству России, бизнес сообществу нашей страны и обществу в целом, неизбежно, будет необходимо искать свой ответ на эту новую реальность, отгородиться от которой за государственными границами просто не реально. Мы обязаны обеспечить для России полноценное участие в новом этапе глобализации экономики и найти на этой основе собственное достойное место в мировой иерархии государств.

## ***2. Характерные черты функционирования современных международных финансовых центров<sup>6</sup>***

Анализируя характерные черты и особенности функционирования ведущих международных финансовых центров (МФЦ), хотелось бы остановиться лишь на некоторых их проявлениях, поскольку такие МФЦ, как Нью-Йорк, Лондон, Токио, достаточно подробно описаны в современных научных зарубежных и отчасти российских исследованиях<sup>7</sup>. При анализе деятельности ведущих МФЦ сфокусируемся лишь на некоторых ключевых моментах, в наибольшей степени отражающих их роль и значимость в современной глобализирующейся мировой экономике. Основное внимание, на наш взгляд, следует уделить новым формирующимся МФЦ, проанализировав стратегию их развития, механизмы превращения их в реальные международные финансовые центры, проблемы и перспективы этого процесса на примере ряда стран.

Разные авторы имеют отличные друг от друга точки зрения на отнесение того или иного финансового центра к категории глобального. Так, большинство

---

<sup>6</sup> Климачев В.В., к.э.н., декан факультета международного менеджмента и финансов Московского финансово-экономического института

<sup>7</sup> Ворота в глобальную экономику. Под ред. О. Андерсен, Д. Андерсен. Пер. с англ. под ред. В.М. Сергеева. М.: Фазис, 2001; Sassen S. The Global City: New York, London, Tokyo. Princeton, 2001; Scott A.J. Global City-Region: Trends, Theory, Policy // Global City-Region / Ed. A.J. Scott, J. Agnew, E.W. Soja, M. Storper. N. Y., 2001; Rantisi N.M. The Ascendance of New York Fashion // International Journal of Urban and Regional Research. Oxford, 2004; Clark G. London in the European Financial Services Industry: Locational Advantages and Product Complementarities // Journal of Economic Geography. London, 2002. Vol. 2. №4; Saito A., Thornley A. Shifts in Tokyo's World City Status and the Urban Planning Response // Urbanstudies. L., 2003. Vol. 40. №4.

(и, на наш взгляд, по определенной научной инерции) к глобальным относят три центра – Нью-Йорк, Лондон, Токио. По мнению директора фонда «Центр развития фондового рынка» Ю. Данилова, в мире сформировалось пять таких центров: Нью-Йорк, Лондон, Токио, Франкфурт, Париж<sup>8</sup>. Разработчики Индекса глобальных финансовых центров (GFCI) Корпорации Лондонского Сити называют только два глобальных центра – Лондон и Нью-Йорк. Следует, видимо, согласиться с классификацией, предложенной специалистами из Лондона, поскольку и по числу компаний, акции которых допущены к торговле на бирже, и, в особенности, по числу иностранных компаний, и по объемам торгов акциями Нью-Йорк и Лондон «впереди планеты всей». Есть некоторые более высокие показатели у Испании и Японии, но они как раз не влияют на аргументацию в пользу глобальных финансовых центров (таблица 1).

Таблица 1.

МФЦ: основные характеристики (на май 2010 г.)<sup>9</sup>

Финансовый центр	Число компаний, акции которых допущены к торговле		Капитализация (млрд. долл.)	Объем торговли акциями (млрд. долл., за 2009 г.)
	всего	иностраные		
<b>Глобальные финансовые центры</b>				
США (NYSE)	2 336	499	12 250	17 785
Великобритания	2 742	601	2 436	3 391
Япония	2 313	13	3 318	3 991
Euronext*	1 156	169	2 326	1 982
Германия	779	77	1 125	2 186
<b>Прочие международные финансовые центры</b>				
Испания	3 409	37	1 038	1 511
Гонконг	1 338	14	2 153	1 502
Швейцария	329	59	951	759
ОМХ**	785	24	766	733
ЮАР	395	46	676	336
Мексика	414	287	358	84
<b>Формирующиеся финансовые центры</b>				
Италия	296	5	485	886
Южная Корея	1 762	14	822	1 559
Канада	3 700	78	1 728	1 240
Австралия	1 969	82	1 082	932
Тайвань	759	18	596	905
Бразилия	376	9	1 177	626
Сингапур	779	314	491	245

<sup>8</sup> Эксперт. 2008. №21. С. 46.

<sup>9</sup> Составлено автором по данным: ЦРФР ([www.cfrf.ru](http://www.cfrf.ru)), Всемирная федерация бирж ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)), Казахстанская фондовая биржа ([www.kase.kz](http://www.kase.kz)).

Прочие страны с крупными развивающимися рынками				
Китай	879	0	2 196	5 062
Россия	239	0	710	449
Индия	4 978	0	1 313	263
Страны, стремящиеся к превращению в финансовый центр				
Польша	508	14	145	57
Казахстан	120	4	57	4

\*Объединяет рынки Франции, Нидерландов, Бельгии, Португалии.

\*\*Объединяет рынки Швеции, Финляндии, Дании, Исландии, Латвии, Литвы, Эстонии.

В подтверждение выводов о двух реальных глобальных финансовых центрах в мире свидетельствуют данные очередного рейтинга The City of London Corporation 10 крупнейших финансовых центров мира (март 2011 г.). Лондон и Нью-Йорк практически сравнялись по рейтингу (разница составляет 6 пунктов – 775 и 769 баллов соответственно<sup>10</sup>), причем по таким критериям, как деловая среда, правительственная политика и доступ к рынку капитала первый смог улучшить свои индексы.

В целом эти центры продолжают опережать конкурентов по всем показателям – управлению активами, отношениям с властями и регулирующими органами, страховым, профессиональным и банковским услугам.

*Нью-Йорк как МФЦ в условиях глобализации.* Нью-Йорк на протяжении весьма длительного времени остается крупнейшим мировым финансовым центром. Нью-Йоркская фондовая биржа уже с конца 30-х гг. XIX века служила своеобразным барометром экономического развития страны. За прошедшие десятилетия XX века значение Нью-Йорка как финансовой столицы мира заметно упрочилось. В 80-е гг. здесь размещались центральные офисы крупнейших финансовых корпораций, банки, фондовые биржи<sup>11</sup>, страховые компании, учреждения науки и культуры. Здесь базируются головные офисы 44 корпораций, входящих в список 500 крупнейших компаний. Своим присутствием и проведением активных операций на финансовых рынках и

<sup>10</sup> The Global Financial Centres Index 9. London, Z/Yen Group. 2011. March. Режим доступа <http://zyen.com/>

<sup>11</sup> В Нью-Йорке на Манхэттене расположены шесть крупнейших бирж: Американская фондовая биржа (AMEX), Международная фондовая биржа, Фондовая биржа высокотехнологических компаний (NASDAQ), Нью-Йоркская товарная биржа, Нью-Йоркская финансовая биржа (NYSE).



рынках недвижимости эти институты превратили Нью-Йорк в крупнейший мировой центр финансовых услуг, что по показателям концентрации крупного бизнеса обоснованно ставит Нью-Йорк на первое место в США.

В 90-е гг. фондовый рынок Нью-Йорка вышел на первое место в мире по уровню капитализации. В начале 2000-х гг. уровень капитализации фондового рынка Нью-Йорка составил 25 трлн. долл. Ежедневно здесь совершаются сделки с финансовыми инструментами, позволяющие воздействовать на мировые финансовые процессы. Операции, совершаемые с ценными бумагами на фондовых биржах Нью-Йорка, позволили аккумулировать капиталы, за счет которых поддерживается инвестиционная активность в стране. В 90-е гг. произошло возрождение Уолл-Стрит, что позволило городу занять свое приоритетное место в центре мировой финансовой индустрии. В конце 2007 г. только в финансовом секторе города было занято 355 тысяч человек. В настоящее время Нью-Йоркская фондовая биржа является крупнейшей в мире по объему совершаемых операций с акциями с совокупной капитализацией 9 трлн. долл. на конец 2008 г.<sup>12</sup>

Традиционное доминирование Нью-Йорка и США в целом на мировых финансовых рынках оказалось подорвано в начале XXI века вследствие ряда факторов. С одной стороны, произошла некоторая потеря конкурентных преимуществ из-за американского законодательства, в частности, из-за закона Сарбейнса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act), а также иммиграционных правил. Закон Сарбейнса-Оксли был принят в 2002 г. на волне корпоративных скандалов в США, когда многие крупные компании были уличены в фальсификации отчетности. Главной целью закона была защита акционеров, для чего устанавливались жесткие правила контроля за финансовой отчетностью компаний. Следствием этого стали повышенные издержки и повышенные риски для иностранных компаний при выводе своих бумаг на Нью-Йоркскую фондовую биржу, что повлекло частичную переориентацию иностранных эмитентов на европейские биржи — прежде всего, на Лондонскую фондовую

---

<sup>12</sup> Данные Всемирной федерации бирж. Режим доступа <http://www.world-exchange.org/>

биржу и Euronext.

С другой стороны, конкурирующие с США за финансовые потоки развитые и развивающиеся страны предпринимали целенаправленные шаги по повышению привлекательности своих рынков для иностранных инвесторов, эмитентов и посредников путем проведения либерализации регулирования, совершенствования своих правовых систем и налаживания современной инфраструктуры. Из-за меньших юридических сложностей ведения бизнеса и более привлекательных условий новые МФЦ и РФЦ оттягивают на себя часть финансовых потоков из США и приобретают все больший вес в финансовом мире. «Юридическая среда» в других странах более эффективна, чем в США, т.к. она препятствует инициированию судебных тяжб, которые компании стремятся избежать.

В Нью-Йорке сосредоточено более 2/3 всех активов иностранных банков, действующих в США. При этом иностранные банковские структуры абсолютно доминируют. Характерно, что Нью-Йорк, как и Лондон, в первую очередь притягивает иностранные филиалы. Если в сентябре 2007 г. в США в целом доля иностранных филиалов в активах банковской системы составляла 17,5%, в кредитах – 8,4%, в депозитах – 16,1% и в кредитовании бизнеса 20,4%, то в штате Нью-Йорк – соответственно 84,9%; 75,3%; 83,9% и 87,1%<sup>13</sup>. Для остальных штатов США иностранные банковские филиалы не характерны. В них доля иностранных филиалов в совокупных банковских активах составляет чуть менее 3%, в кредитах 1,5%, в депозитах 4%, в кредитовании бизнеса 4,2%<sup>14</sup>.

Конкуренция между Нью-йоркским и Лондонским финансовыми центрами способствовала выработке новой стратегии развития Нью-Йорка как глобального финансового центра. Центральным пунктом в этой стратегии, обнародованной на слушаниях в Сенате США летом 2007 г., стал вопрос о сохранении доминирования Нью-Йорка в мировой финансовой системе. Это направление было объявлено национальным приоритетом, на действующую

---

<sup>13</sup> Вопросы экономики. 2008. №9. С. 29.

администрацию при этом было возложено обязательство прилагать максимум усилий к сохранению статус-кво.

*Лондон как финансовая столица мира.* В XX веке Лондон, став центром мировой торговли, раньше других европейских городов перешел к экономике, базирующейся на развитии сферы услуг. Это произошло после Второй мировой войны и обуславливается следующими факторами. Во-первых, его положение бывшей столицы Британской империи позволило сохранить тесные отношения с США и различными странами Азии, а центральное географическое положение способствовало тому, что Лондон стал как бы «мостом» между этими регионами. Во-вторых, британская правовая система стала своеобразным стандартом для международных сделок, поскольку она была принята в бывших колониях – Северной Америке, Австралии, Азии, включая Гонконг, Сингапур, а теперь и Шанхай. В-третьих, английский язык стал средством международного делового общения. В-четвертых, относительно низкие налоги, особенно для иностранцев, которые освобождаются от налогов на свой доход в других странах, благоприятная среда для бизнеса, либеральное местное правительство, поскольку оно избирается не населением, а представителями деловых кругов (Сити – это демократия бизнеса, в которую почти не вмешивается правительство страны). Следует заметить, что перечисленные факторы при их определенной адаптации могут быть задействованы при формировании Москвы как МФЦ в рамках постсоветского пространства.

Превращение Лондона в финансовую столицу мира способствовал и принятый в 1986 г. закон, либерализовавший рынок ценных бумаг, а одним из важнейших событий этого стала компьютеризация ЛФБ, названная “Big Bang” 1986 («Большой скачок 1986»). Банки быстро поняли преимущества, которые давала компьютеризация при обслуживании большого числа клиентов, и стали предлагать новые формы услуг.

К середине 2000-х гг. Лондон заметно укрепил свои позиции как глобальный финансовый центр, превзойдя Нью-Йорк по обороту финансовых

---

<sup>14</sup> Там же.

операций. Валовой региональный продукт города в 2005 г. составил 418 млрд. долл. или 19% всего ВВП Великобритании, а ВВП всей Лондонской агломерации в том же году составил 30% ВВП страны или 660 млрд. долл.<sup>15</sup>.

В Лондоне располагаются более половины из 100 крупнейших британских компаний (по классификации Лондонской фондовой биржи – FTSE – и более 100 из 500 крупнейших компаний Европы имеют свои штаб-квартиры в Центральном Лондоне).

Благодаря более либеральному законодательству, Лондон постепенно побеждает в схватке за звание ведущего мирового финансового центра. В настоящее время почти каждое шестое рабочее место в Лондоне прямо или косвенно связано с финансовым сектором. В 2002 г. в Сити работало около 250 тыс. человек. По оценкам Центра экономических и деловых исследований (CEBR), в 2007 г. в финансовом секторе Лондона было занято уже около 450 тыс. человек. В 2010 г. в секторе работали 600 тыс. человек. Это означает, что Лондон будет претендовать на все большую роль в мировой финансовой системе, переключая на себя все больше сделок – как в Европе, так и в целом в мире. В 2007 г. в Лондоне совершалось 32% мировых валютных операций (это больше, чем у Нью-Йорка, Токио, Франкфурта-на-Майне вместе взятых), а средний дневной оборот составлял 753 млрд. долл.<sup>16</sup>.

Официальная статистика свидетельствует о том, что в настоящее время Лондон фактически лидирует по ряду финансовых показателей. На него приходится 70% вторичного рынка облигаций и почти 50% рынков деривативов, около 50% мировой торговли акциями иностранных компаний, 20% международного банковского кредитования. Около 80% инвестиционных и банковских операций проходит через Лондон, а также примерно 90% мировой торговли основными металлами. Лондонский Сити является самым ликвидным спотовым рынком золота и мировым клиринговым центром международной

---

<sup>15</sup> Мегалополисы в условиях глобализации. Сборник обзоров и рефератов. ИНИОН РАН. М., 2008. С. 58.

<sup>16</sup> Key facts about the City of London and the 'Square Mile'. The City of London Corporation. Режим доступа: <http://www.cityoflondon.gov.uk/>

торговли золотом<sup>17</sup>.

Почти 80% европейских хедж-фондов управляются из Лондона, причем средняя норма прибыли у них в 2006 г. составила 16%, что почти в два раза больше, чем у хедж-фондов в США. В том же году на ЛФБ было осуществлено 419 новых размещений (включая рынок AIM), что вдвое больше, чем в Нью-Йорке (36 на Нью-Йоркской фондовой бирже и 138 на бирже высокотехнологичных компаний NASDAQ).

В апреле 2007 г. рыночная капитализация европейских фондовых рынков (включая Россию и Турцию) достигла 15,8 трлн. долл. и впервые с 40-х гг. обошла капитализацию рынка США (15,7 трлн. долл.), а в середине этого же года стало известно, что доходы инвестбанков в Европе от первичных размещений (IPO) впервые со Второй мировой войны догнали доходы в США<sup>18</sup>.

Лондон является лидером и по такому показателю, как присутствие иностранных банков – их количество здесь в 2 раза больше, чем в Париже и Франкфурте-на-Майне вместе взятых, на втором месте – Токио, на третьем – Нью-Йорк. Совокупная рыночная доля иностранных филиалов и отделений на банковском рынке превышает 50%<sup>19</sup>. На ее долю приходится 24% количества и 77% всех активов иностранных банковских филиалов в странах ЕС, а среди филиалов банков стран, не входящих в ЕС, эти цифры составляют соответственно 50 и 84%. Привлекая в Лондон финансы иностранных банков, Великобритания пока не опасается иностранной конкуренции, так как внутри страны по-прежнему преобладают мощные местные банки.

Объем сделок по слияниям и поглощения (M and A) на европейском рынке, контролируемом, в основном, лондонскими банками, уже превысил американский показатель. В 2006 г. европейский рынок M and A составил 1,15 трлн. долл., а американский 1,14 трлн. долл. В 2007 г. британские компании привлекли частных инвестиций на 246 млрд. долл. и инвестировали 974 млрд. долл. К этому результату можно добавить еще 22 млрд. долл. оборота

---

<sup>17</sup> Там же.

<sup>18</sup> Данные Минэкономразвития. Отдел финансовых рынков и финансового законодательства.

юридических компаний лондонского Сити, которые обслуживают сделки финансового сектора<sup>20</sup>. Согласно исследованию компании “Oxford Economic Forecasting”, в мае 2007 г. составившей рейтинг международных финансовых центров, Лондон опередил Нью-Йорк на пять пунктов, в то время как в 2006 г. уступал ему десять пунктов.

Виртуализация информационных потоков и обмен знаниями способствовали развитию трансграничных финансовых, деловых, профессиональных сетей, связывая МФЦ различных стран вне зависимости от политических и юридических границ. Как отмечает С. Сассен, одновременное географическое рассеивание и в то же время концентрация деятельности в сетевых организациях приводят к агломерации деятельности узкопрофессиональных компаний в кластерах глобальных городов, например, в «квадратной миле» Лондонского Сити<sup>21</sup>. Связи между базирующимися в Сити офисами компаний сферы финансов или бизнеса стали осуществлять компании, специализирующиеся на предоставлении профессиональных услуг. Этот сектор получил название «развитые продюсерские услуги» (advanced producer services – APS), став частью инфраструктуры Сити, в которой заняты высококвалифицированные и мобильные специалисты-профессионалы.

В сфере финансовых услуг как крупные, так и средние и мелкие компании тяготеют к локализации своих штаб-квартир и офисов в определенных районах МФЦ, т.н. кластерах, поскольку получают возможность нанимать высококвалифицированных специалистов, получают доступ к сфере развитых услуг. Финансовые кластеры ведущих МФЦ привлекательны сформировавшимися связями с рынками, потребителями различного рода товаров и услуг, а также финансовыми выгодами, получаемыми компаниями от сокращения ряда сопутствующих расходов, в том числе транспортных. Финансовые компании, действующие в сильных кластерах, развиваются

---

<sup>19</sup> Bondin P. The EU Experience in Financial Services Liberalization. A Model for GATS Negotiations? Vienna, SUERF Studies, 2003/07. P. 22.

<sup>20</sup> Key facts about the City of London and the 'Square Mile'. The City of London Corporation. Режим доступа: <http://www.cityoflondon.gov.uk/>

гораздо быстрее, чем компании вне кластеров, и, соответственно, кластеры привлекают к себе большее число компаний.

В докладе «Финансовые кластеры и их значение для Лондона», подготовленном британскими специалистами по исследованию глобальных городов, отмечается, что финансовые компании сосредоточены в четырех основных кластерах Лондона:

1. Лондонский Сити – чрезвычайно интегрированный кластер, в котором находятся банки, страховые и юридические компании, агентства по подбору кадров.

2. Вест-Энд – менее интегрированный район, где существуют определенные зоны кластеров. Например, банки сосредоточены в районе Мейфер, рекламные агентства – в Сохо.

3. Зарождающийся кластер архитектурных компаний и компаний, занимающихся поддержкой бизнеса – к северу от лондонского Сити.

4. Сложившийся еще несколько веков назад кластер юридических компаний, находящийся в приграничном с Сити районе Вест-Энда.

Наличие юридического и физического адреса штаб-квартиры в Лондоне чрезвычайно важно для банков, юридических и консалтинговых компаний и является неотъемлемой частью бренда этих компаний. Например, юридическая компания, расположенная в Сити, уже носит название “City Law Firm”, что сразу же вызывает к ней доверие. Точно так же любой инвестиционный банк должен иметь лондонский адрес, отмечается в указанном выше докладе<sup>21</sup>.

Эмпирическое исследование четырех важнейших кластеров Лондона свидетельствует о том, что они находятся в постоянном развитии. Компактность Сити является огромным преимуществом, позволяющим компаниям с помощью развитых телекоммуникационных систем осуществлять свою деятельность по всему миру. Вместе с тем, авторы вышеупомянутого доклада отмечают и ряд недостатков такого компактного размещения. Это,

---

<sup>21</sup> Pain K. City of London – Global Village. Understanding the Square Mile in Postindustrial World Economy. Режим доступа <http://www.lboro.ac.uk/gawc/rb/rb218.html>.

прежде всего, высокая стоимость аренды офисных помещений, транспортные проблемы, а также отсутствие координационной политики правительства, направленной на решение этих проблем. Для того, чтобы Лондон и далее оставался глобальной финансовой столицей, правительству Великобритании необходимо проводить целенаправленную политику развития города, основными приоритетами которой должны быть следующие:

- во-первых, международное сотрудничество в рамках ЕС с целью развития международных транспортных сетей и более тесных отношений между Лондоном и другими европейскими финансовыми и деловыми центрами;

- во-вторых, внутренняя политика, направленная на интеграцию институциональной и административной деятельности по правовому регулированию, налогообложению и политике в области занятости и большее участие в общей политике ЕС. Необходимы также капитальные инвестиции в транспортную инфраструктуру Лондона;

- в-третьих, региональная политика, направленная на развитие юго-восточного района Большого Лондона, координация жилищного строительства, транспортных сетей, профессионального обучения, вопросов занятости, поскольку этот район тесно связан с кластерами Сити и Кэнери Уорф. Городскому совету Большого Лондона, считают авторы доклада, следует рассмотреть вопрос о строительстве или выделении офисных в районах, примыкающих к кластерам, а властям Сити уделять больше внимания нуждам банков и других компаний, от которых зависит функционирование кластеров<sup>23</sup>.

Можно констатировать, что основная особенность стратегии развития столицы Великобритании как финансового центра заключается в дальнейшей диверсификации услуг, создании выгодных условий для работы международных компаний и размещении именно в Сити их штаб-квартир, а также в привлечении высококвалифицированных специалистов в сфере

---

<sup>22</sup> Financial Services Clustering and its Significance for London: Extended Report / Taylor P., Beaverstock J., Cook G., Pandit N., Pain K. L.: Corp. of London, 2003. P. 9.

<sup>23</sup> Financial Services Clustering and its Significance for London. P. 3.



финансов и права.

Именно диверсификация услуг, необходимых для успешного заключения сделок на фондовых биржах или сырьевых рынках, позволяет Лондону удерживать бесспорное лидерство на мировом финансовом рынке. МФЦ Лондона – универсальный финансовый центр. В то же время МФЦ Лондона демонстрирует все более отчетливую тенденцию к стандартизации финансовых продуктов и услуг. Таким образом, процессы финансовой глобализации, обострение финансовой конкуренции создали такую ситуацию, при которой, чтобы иметь возможность получения преимуществ от доступа на международные рынки капитала, национальное правовое регулирование должно сокращаться и адаптироваться к международным стандартам. С институциональной адаптацией правил игры финансового и других секторов экономики на первый план выходит и еще один важный элемент, который эффективно использовал МФЦ Лондона для достижения лидерства (по сравнению с США, где был принят закон Сарбейнза-Оксли) – дерегулирование и либерализация, которые определяются требованиями глобализации и одновременно ускоряют ее.

*Некоторые особенности формирования и развития МФЦ Токио.* До недавнего времени Токио наряду с Нью-Йорком и Лондоном характеризовался многими исследователями как «глобальный» (или мировой) город с соответствующим мировым финансовым центром. Например, С. Сассен описывает Токио как «глобальный пост» контроля и управления и считает бесспорной его доминирующую роль в качестве финансового центра Восточной Азии. Процесс интернационализации (или «глобализации») экономики Японии возник на основе взаимосвязи государственной промышленной политики с финансовыми институтами и развивается «закрытыми» для внешнего проникновения властными структурами крупного национального бизнеса, политиков, бюрократии<sup>24</sup>. Японские корпорации с помощью самостоятельного руководства, финансирования и определенной

координации деятельности со стороны государства являются доминирующими действующими лицами во всем восточно-азиатском регионе. В отличие от американского стиля доминирования с помощью прямых иностранных инвестиций, японский капитал часто контролирует обширные деловые сферы косвенно, путем лицензирования технологий или контроля грузоперевозок и доступа к ресурсам.

Токио имеет существенные особенности как мирового города, так и МФЦ в отличие от подобных институтов на Западе. Токио – это, прежде всего, национальный центр базирования японских ТНК глобального действия, в формировании которого политика государства играет определяющую роль. Нахождение в Токио крупнейших мировых компаний и банков скорее вытекает из успешной деятельности японских компаний, чем является следствием того, что город привлекал компании из других стран.

Первоначально Токио формировался прежде всего как региональный центр промышленных технологий, создающий благоприятные условия для развития некоторых отраслей промышленности. В процессе интернационализации японской экономики была поставлена цель создания регулирующей основы для реструктурирования Токио как мирового города с финансовым центром, соответствующим вызовам глобализации.

В 1975-1987 гг. число штаб-квартир ТНК в Токио увеличилось более чем в три раза, расширился финансовый рынок. В 80-е гг. была реализована государственная программа по превращению Токио как финансового центра мирового уровня в один из двигателей японской экономики, привлекательное место для международного бизнеса. Концепция «мировой город» использовалась в документах по планированию, чтобы придать легитимность развитию города, направленному на обслуживание экономической экспансии глобально ориентированных японских компаний. Вместе с тем, была предпринята попытка смягчить опасность чрезмерной концентрации экономической деятельности.

---

<sup>24</sup> Saito A., Thornley A. Shifts in Tokyo's World City Status and the Urban Planning Response // *Urbanstudies*. L.,

Политика укрепления роли Токио при попытке одновременно реструктурировать его в центр с несколькими узлами была разработана на высшем городском уровне в 1987 г. В качестве глобального финансового и информационного центра были определены три центральные площадки. Чтобы предотвратить дальнейшее расширение центральных деловых районов (ЦДР) и стимулировать развитие кластеров, было предложено создать несколько субцентров. С помощью развития субцентров предполагалось остановить рост традиционных центральных деловых районов.

В начале 90-х гг. экономика Японии вошла в период рецессии, с достаточно длительным спадом. 1990-е гг. рассматриваются в Японии как «потерянное десятилетие». Серьезные потери понес и Токио как МФЦ. Например, число иностранных корпораций, котирующихся на фондовой бирже Токио, достигло максимума в 125 в 1990 г., однако в 1994 г. снизилось до 93. В 1989-1995 гг. доля Токио на мировом валютном рынке упала с 12,4 до 10,3%, в то время как другие главные рынки показывали рост. Некоторые иностранные финансовые компании решили переместить свои азиатские отделения в Гонконг и Сингапур в поиске менее дорогостоящего и более свободного места на рынке.

Внутренний финансовый розничный рынок остается в значительной степени закрытым для иностранных банков. От зарубежных банков в Японии ожидают, что они, не претендуя на долю в обслуживании розничного сегмента национального банковского рынка, примут участие в дальнейшем строительстве Токио как мирового финансового центра, создавая по образцу Лондона филиалы и способствуя тем самым увеличению глубины и эффективности токийского межбанковского рынка. Последствия этой политики заметны в структуре иностранных банковских активов в стране – активы филиалов и «дочек» 41 крупнейшей банковской группы ЕС и Японии соотносятся как 80:20, основную часть составляют токийские филиалы.

*Международные финансовые центры Китая.* Актуальность

исследования МФЦ Китая обусловлена прежде всего заметным усилением позиций этой страны в системе мирового хозяйства за последние десятилетия. Китай, добившись впечатляющих экономических успехов, в условиях финансовой глобализации нацелился на ускоренное развитие и занятие конкурентоспособного места в глобальной финансовой системе. Китайское руководство довольно четко осознает, что без эффективной финансовой компоненты многие экономические достижения Китая могут быть поколеблены. Одним из направлений международной финансовой стратегии Китая является создание в Шанхае международного финансового и торгового центра. Рассмотрим основные особенности стратегии и практические шаги китайского руководства в этом направлении, поскольку этот опыт может быть в той или иной степени полезен при реализации проекта превращения Москвы в МФЦ.

Превращение Шанхая в МФЦ было провозглашено уже относительно давно, но лишь в марте 2009 г. Госсовет КНР принял решение ускорить этот процесс, постановив в основном завершить его до 2020 г. Китай впервые поднял планку координационного механизма в деле создания МФЦ на государственный уровень, заявив о равной стратегической важности развития мировой торговли и финансового центра.

Пользуясь государственной поддержкой и своими собственными преимуществами, Шанхай позиционировал себя как финансовый центр на материке в течение последних 30 лет реформы и политики открытости. В 1990 г. первая фондовая биржа появилась именно в Шанхае; в 1991 г. 6 иностранных банков пришли на китайский рынок и впервые после реформы открыли свои филиалы в Шанхае. Затем один за другим в Шанхае были учреждены Китайский Валютный Торговый Центр (1994 г.), Шанхайская Фьючерсная Биржа (1999 г.), Китайская Золотовалютная Биржа (2002 г.), штаб-квартиры второго центрального банка (2005 г.) и Китайская Финансовая Фьючерсная Биржа (2006 г.). К этому времени в Шанхае базировалось более 850 финансовых подразделений, среди которых 375 принадлежали иностранцам,

включая штаб-квартиры национальных коммерческих банков и компаний, занимающихся ценными бумагами, более 30 компаний управления фондами кредитных компаний и компаний по управлению страховыми активами. К концу 2007 г. общие активы финансовых учреждений в Шанхае достигли 6,9 триллионов, что составляет 12% ВВП страны.

Статус Шанхая как финансового центра на материковом Китае также обусловлен его растущей мощью. В 2007 г. объем сделок на Шанхайской фондовой бирже достиг 30,5 трлн. юаней, заняв второе место после Японии в Азии и шестое место в мире. Между тем баланс облигаций в обращении Китайского Валютного Торгового Центра достиг 3 трлн. юаней, заняв седьмое место в мире. Оборот каучука и меди на Шанхайской Фьючерсной Бирже достиг 8,7 и 10,1 трлн. юаней, тем самым поставив Китай на первое и второе места на мировом рынке соответственно. В том же году прямое финансирование на финансовом рынке Шанхая составило 25% от общего объема государственного финансирования. С 2002 по 2007 г. прямое финансирование китайских предприятий на Шанхайском финансовом рынке увеличилось до 2 трлн. юаней, из них 95% были отданы на финансовые нужды предприятий из других провинций и крупных городов на материке. Все это демонстрирует растущую мощь финансового рынка Шанхая в материковом Китае<sup>25</sup>.

Хотя Шанхай приобретает новый статус финансового центра Китая, он пока по-прежнему не дотягивает до уровня международного финансового центра. Это можно увидеть на примере Гонконга, международного финансового центра Азиатско-Тихоокеанского региона. В 2007 г. ВВП на душу населения в Гонконге составил около 30 тыс. долл. США, при этом сфера обслуживания внесла свой вклад в размере 92% от общей добавленной стоимости, из них 387 млрд. долл. были произведены финансовым сектором, что составило 20% от местного ВВП. Для сравнения ВВП на душу населения в Шанхае в том же году составил около 9,6 тыс. долл. США, с вкладом сферы

---

<sup>25</sup> Статистический ежегодник Шанхая 2008. Шанхай, 2008.

обслуживания только 53% от общей добавленной стоимости, среди которых 175 млрд. долл. были произведены финансовым сектором, что составило только 10% местного ВВП.

Финансовый рынок в Гонконге обеспечивает своими услугами весь мир. В настоящее время Гонконг является седьмым крупнейшим торговым центром и четвертым крупнейшим рынком золота, а также пятой крупнейшей валютной биржей и торговым центром финансовых деривативов, где средний ежедневный объем продаж валюты и финансовых деривативов составляет 5% и 6% от продаж на мировом рынке соответственно. В действительности, Гонконг имеет большую конкурентоспособность как международный финансовый центр, нежели другие азиатские рынки. Как мировой финансовый центр, по мнению уже не только китайских, но и западных экономистов, Гонконг занимает третье место в мире после Лондона и Нью-Йорка<sup>26</sup>.

Гонконг является ведущим МФЦ Китая вследствие таких преимуществ, как:

– во-первых, Гонконг имеет гибкую систему регулирования финансового рынка, соответствующую международным стандартам. Главные регулирующие учреждения, такие, как Денежно-кредитное управление и SFC, могут легко адаптироваться к изменениям на рынке и постоянно пересматривать, видоизменять и совершенствовать первостепенные правила и нормы;

– во-вторых, надежная правовая система и свободный рынок способствуют честной конкуренции, что привлекает огромное количество иностранных финансовых учреждений. Низкая налоговая ставка и упрощенный налоговый режим обеспечивают большую автономию и инновационные возможности, так что финансовая индустрия Гонконга развивается энергичными и весьма прогрессивными темпами;

– в-третьих, Гонконг обладает большим количеством квалифицированных кадров. К примеру, он имеет порядка 3 тыс. высококвалифицированных финансовых аналитиков, занимая второе место

---

<sup>26</sup> Вопросы новой экономики. 2009. №3.

после США, Канады и Великобритании в мире и первое место в Азии. Кроме того, имея в наличии 25 тыс. профессиональных аудиторов и более 6 тыс. юристов, Гонконг обладает прочной базой финансовых талантов.

Преимущество Гонконга перед Шанхаем наглядно проявляется в ряде показателей, представленных в таблице 2.

Таблица 2.

Гонконг против Шанхая (2009 г.)<sup>27</sup>

	<b>Гонконг</b>	<b>Шанхай</b>
ВВП (млрд. долл.)	216	202
ВВП на душу населения (долл.)	30 900	11 361
Добавленная стоимость в сфере услуг (млрд. долл.)	186	108
Добавленная стоимость в финансовом секторе (млрд. долл.)	32	21

Вместе с тем, нельзя обойти стороной факторы, усиливающие экономический потенциал Шанхая и благоприятствующие процессу превращения города в финансовый центр международного уровня. К их числу следует отнести хорошее географическое расположение, относительно развитую экономику и инфраструктуру. Шанхайский регион приносит 25% национального ВВП и дает 38% от объема внешней торговли, привлекает 40% общего объема прямых иностранных инвестиций. Одним словом, располагаясь в сердце дельты Янцзы, и примыкая к материковому Китаю, Шанхай обладает огромными возможностями для развития финансовой индустрии.

Достижение цели свободной конвертируемости женьминьби (RMB), поставленной китайским руководством, служит катализатором в переходе Шанхая от статуса «китайского финансового центра» к «международному финансовому центру». С интернационализацией женьминьби китайская валюта приобретет свободную конвертируемость и в будущем превратится в важную и значимую международную валюту. Превращение Шанхая в международный

финансовый центр – одна из ключевых стратегий государства, но первый шаг на этом пути – это достижение конвертируемости женьминьби, таким образом, последнее станет играть важную роль в продвижении первого. По этой причине Китай объединил задачи превращения Шанхая в международный финансовый центр и интернационализацию женьминьби. Таким образом, свободная конвертируемость женьминьби, по мнению китайского руководства, в первую очередь ведет к превращению Шанхая в финансовый центр. Свободная конвертируемость женьминьби также поможет Шанхаю извлечь преимущества, связанные с ускорением процесса создания инновационного и торгового центра для финансовых продуктов, и послужит посредником в привлечении международного капитала на китайский рынок. Кроме того, свободная конвертируемость женьминьби поможет Шанхаю в развитии его финансового рынка путем использования внутренних и иностранных ресурсов, в увеличении масштабов участия и числа офшорных инвесторов, во внедрении передовых иностранных нововведений и норм, с тем чтобы ускорить интернационализацию Шанхая.

Шанхай обладает потенциалом, благодаря которому он вполне способен стать международным финансовым центром. Однако сможет ли это осуществиться на практике, зависит, главным образом, от институциональных реформ. Поскольку начатая правительством реформа в Шанхае является неотъемлемой частью всеобщей экономической реформы в Китае, она может проводиться и углубляться на основе существующих законов и норм.

Главные меры по углублению реформы финансовой системы и усовершенствованию финансовых операций в Шанхае могут быть обобщены следующим образом:

– во-первых, дальнейшее улучшение функционирования финансового сектора. Необходимо обеспечить взаимосвязь между изменяющейся финансовой информационной системой и системой рыночных сделок путем развития электронных сделок, чтобы могла быть сформирована однородная и

---

<sup>27</sup> Составлено по данным: <http://www.censtatd.gov.hk>, <http://www.shanghai.gov.cn>



действенная современная финансовая исполнительная система. Одновременно необходимо развивать посреднические формы финансовых операций, такие как оценка кредитоспособности, фондов и предоставление юридических услуг;

– во-вторых, Шанхай на основе всесторонней интегрированной реформы в Пудуне сможет создать механизм для обеспечения финансовых инноваций;

– в-третьих, продолжать укреплять финансовую правовую структуру и выработать законодательный финансовый дискуссионный арбитражный механизм, прилагать усилия для ускорения формулирования основных норм финансового налогообложения и правовой системы, которые неразрывно связаны с существующей международной практикой;

– в-четвертых, совершенствовать финансовую систему регулирования и улучшить профессиональное качество управленческой команды.

Остановимся на странах, роль которых на мировой финансовой арене до недавнего времени недооценивалась.

Как известно, азиатский финансовый рынок наиболее быстроразвивающийся в современной мировой глобальной системе. Но этот рынок, как свидетельствует практика, подвержен резким колебаниям, вызванным в ряде случаев политическими решениями. Это создает дополнительные риски для инвесторов. В этой связи *Австралия*, с ее стабильной и предсказуемой политической и экономической системой оказывается весьма удобной площадкой для работы на ее финансовых рынках. В 2009 г., согласно ежегодному рейтингу Международного экономического форума (Давос), австралийский финансовый центр вышел на второе место в мире, после Лондона, оттеснив на третье место Нью-Йорк. За 10 месяцев 2009 г. MSCI Australia Index вырос на 60,8%, опередив как американский, так и китайский рынок<sup>28</sup>.

Этим результатам способствовала эффективная экономическая политика государства, успешное прохождение наиболее острой фазы экономического кризиса, ряд продуманных экономических реформ 80-90-х гг. XX века. Так,

---

<sup>28</sup> Эксперт. 2009. № 44. С. 44.

государственный долг в 2008 г. составлял всего 14% от ВВП – один из самых низких в регионе и мире. При этом арендные ставки и стоимость коммерческой и жилой недвижимости в крупнейших городах страны были существенно ниже, чем в других азиатских финансовых центрах, включая Гонконг и Сингапур.

Совокупная налоговая нагрузка на иностранные и национальные корпорации составляет 35-40%. По этому показателю Австралия практически не имеет конкурентов, за исключением оффшорных зон. Однако, при выводе финансовых средств в оффшоры корпорации и бизнесмены должны заплатить 40%-ый налог. При этом инвестиционные и пенсионные фонды полностью освобождены от налогов на прибыль в случае, если их средства инвестируются в коммерческие проекты на территории Австралии сроком не менее одного года.

Важнейшее преимущество Австралии – ее космополитичность в сочетании с устойчивой правовой системой. Приток иностранных инвесторов и квалифицированных специалистов в страну, в значительной степени обеспечен тем, что Сидней и Мельбурн выбраны многими ТНК как места размещения своих головных офисов в Азии. В настоящее время в Сиднее открыты представительства всех 500 крупнейших ТНК мира. В Австралии создан крупнейший финансовый рынок в Азии, за исключением японского. Он превосходит не только шанхайский и мумбайский (Индия), но и сингапурский и гонконгский. Важнейшим показателем роста влияния австралийского финансового рынка является то, что он становится моделью для других азиатских рынков. Так, реформы в Малайзии и Таиланде в настоящее время проводятся во многом по австралийскому образцу. Австралийский финансовый центр, приобретая черты консолидирующего азиатского финансового центра, демонстрирует все большую независимость от американского и европейского рынков. Вместе с тем, говорить об окончательной победе в конкурентной борьбе на азиатском финансовом рынке вряд ли можно, поскольку Токио как МФЦ по-прежнему в целом превосходит австралийские результаты, а финансовый рынок Китая весьма активно развивается и в целом как МФЦ

малого Китая<sup>29</sup> – Гонконг, Шанхай, Шэньчжень, может стать в ближайшем будущем азиатским лидером.

На другом берегу Тихого океана в Латинской Америке также активно обсуждаются и реализуются планы по созданию регионального финансового центра.

Так, правительство *Чили* в 2009 г. разработало и обнародовало план превращения страны в финансовый центр всей Южной Америки. Разработанные механизмы должны способствовать привлечению на местный финансовый рынок иностранных инвесторов, простимулировать приток капиталов в ПИФы и секьюритизированный долг, способствовать интернационализации чилийской валюты и укрепить банковский сектор.

Первая часть плана призвана способствовать притоку зарубежных инвестиций. Для этого предполагается использовать налоговые льготы. Так, иностранные компании могут покупать в фондах, имеющих как чилийские, так и зарубежные активы, но при этом платить налоги только с дивидендов, получаемых непосредственно в Чили (сейчас налог платится со всех дивидендных доходов). Для привлечения в страну интеллектуального капитала – квалифицированных фондовых менеджеров и брокеров предполагается снизить квоты, по которым минимум 85% сотрудников финансовых компаний должны быть чилийцами.

Другое стратегическое направление – сделать чилийский песо конвертируемой валютой, имеющей хождение за пределами страны. Для этого компании получают право продавать международные облигации в песо на оффшорном рынке. Кроме того, планируется разрешить ПИФам выход на вторичный рынок, а также ввести ряд новых для Чили финансовых инструментов, например, торгуемых на бирже индексных фондов или обеспеченных облигаций. В частности, банкам будет позволено продавать бонды, обеспеченных пулом ипотечных кредитов. При этом банки должны будут предлагать клиентам стандартизированные кредиты наравне с

---

<sup>29</sup> Группа «большой Китай» включает в себя Китай, Гонконг, Тайвань, Сингапур.

ипотечными займами, чтобы у них был большой выбор и возможность сравнивать. В результате, как считают разработчики плана, Чили превратится в экспортера финансовых услуг и региональный финансовый центр<sup>30</sup>, где зарубежные компании будут стремиться проводить биржевые листинги и продавать свои облигации.

По оценке российских специалистов, в частности, замдиректора Института Латинской Америки В. Телермана, чилийские власти последовательно проводят либерализацию местной финансовой системы, и сейчас речь идет о том, чтобы придать этому процессу новый импульс. По мнению того же В. Телермана, финансовый сектор Чили, пожалуй, самый развитый и стабильный во всей Латинской Америке. Если сравнивать местный ВВП с объемом кредитов, биржевым оборотом и размером пенсионных фондов, то все эти показатели лучше, чем в Бразилии, Мексике и Аргентине. Кроме того, страна стабильна экономически и политически, местные правила фондового рынка ясные и прозрачные – все это является привлекательным для инвесторов<sup>31</sup>.

### ***3. Международные финансовые центры и их роль в развитии национальных экономик: сравнительный анализ<sup>32</sup>***

Существуют разные определения «международного финансового центра» (МФЦ). Например, «Википедия» следующим образом характеризует МФЦ: «Мировые финансовые центры (англ. International financial centres) — центры сосредоточения банков и специализированных кредитно-финансовых институтов, осуществляющих международные валютные, кредитные и финансовые операции, сделки с ценными бумагами, золотом»<sup>33</sup>. Похожее определение можно обнаружить в статье А.А. Сахарова: «Мировые финансовые центры (МФЦ) функционируют как международный рыночный

---

<sup>30</sup> РБК-daily. 2009, 7 сентября.

<sup>31</sup> РБК-daily. 2009, 7 сентября.

<sup>32</sup> Малкина М.Ю., доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой теории экономики Нижегородского государственного университета им. Н.И. Лобачевского - Национального исследовательского университета

<sup>33</sup> Мировые финансовые центры. Статья из «Wikipedia». <http://ru.wikipedia.org>.

механизм, который служит средством управления мировыми финансовыми потоками. Это центры сосредоточения банков и специализированных кредитно-финансовых институтов, осуществляющих международные валютные, кредитные и финансовые операции, сделки с ценными бумагами, драгоценными металлами, деривативами»<sup>34</sup>. В статье Новикова А.В. и Новиковой И.Я. дается определение финансовых центров в трех контекстах: 1) функциональном – совокупность финансовых и консультационных услуг; 2) институциональном – система финансовых институтов, осуществляющих финансовые операции; 3) геополитическом – «глобальный город с инфраструктурой, позволяющей привлекать и перераспределять финансовые ресурсы и обслуживать участников финансового рынка»<sup>35</sup>.

Мировые финансовые центры способствуют управлению потоками капитала в стране и за ее пределами, поэтому страны заинтересованы в их появлении и развитии.

Условиями формирования мировых финансовых центров являются:

- наличие крупного финансового рынка, притягиваемого и обслуживаемого этим центром, его удачное расположение относительно этого рынка;
- открытость экономики для движения капиталов, трудовых ресурсов, нематериальных активов и пр.;
- либеральное законодательство, стимулирующая налоговая, таможенная политика, иммиграционное законодательство и пр.;
- упрощенные процедуры регистрации, оформления сделок, низкие издержки администрирования, низкий уровень коррупции и блокирование неформальных отношений власти и бизнеса;
- соответствие современным мировым стандартам в области учета, отчетности, надзора и регулирования;

---

<sup>34</sup> Сахаров А.А. Международные финансовые центры // Методический журнал. регламентация банковский операций. 2009. № 2. [http://www.reglament.net/bank/reglament/2009\\_2\\_article.htm](http://www.reglament.net/bank/reglament/2009_2_article.htm).

<sup>35</sup> Новиков А.В., Новикова И.Я. Финансовые центры: рейтинги и российский потенциал // ЭКО. 2010. № 8. С. 139-140.

- развитая финансовая инфраструктура (биржи, банки, страховые, инвестиционные компании и фонды, трастовые компании, консультанты и пр.);
- глубина освоения финансовых инструментов (акции, облигации, деривативы, фьючерсы, индексы и пр.);
- макроэкономическая и политическая стабильность в стране, благоприятность для проживания (высокое качество жизни, высокие темпы роста, развитие).

Существуют разные группировки финансовых центров мирового значения. Лондонская компания Z/Yen Group, создатель наиболее популярного индекса глобальных финансовых центров, разграничивает международные, транснациональные и региональные финансовые центры. Г. Трифт выделяет глобальные (Нью-Йорк, Лондон, Токио), зональные (Сингапур, Гонконг, Париж, Лос-Анжелес) и региональные (Сидней, Чикаго, Сан-Франциско, Даллас, Майами, Гонолулу) центры<sup>36</sup>. Новиков А.В. и Новикова И.Я. на основе данных опроса журнала «Эксперт» различают глобальные (Лондон и Нью-Йорк), региональные (Гонконг, Сингапур, Франкфур-на-Майне, Сидней, Чикаго и Токио, а в последнее время также: Йоханнесбург, Дубай и Шанхай), локальные, нишевые (оффшорные зоны) и специализированные (Цюрих и Женева) финансовые центры<sup>37</sup>. По предназначению С.Б. Пахомов выделяет три типа финансовых центров: 1) «ворота» на емкий национальный рынок капитала (Нью-Йорк); 2) «географическая локация» для трансграничных операций клиентов из разных стран мира (Лондон); 3) «финансовое гетто» (оффшорные центры)<sup>38</sup>.

Тенденциями развития финансовых центров последних лет являются:

---

<sup>36</sup> Сахаров А.А. Международные финансовые центры // Методический журнал. регламентация банковский операций. 2009. № 2. [http://www.reglament.net/bank/reglament/2009\\_2\\_article.htm](http://www.reglament.net/bank/reglament/2009_2_article.htm)

<sup>37</sup> Новиков А.В., Новикова И.Я. Финансовые центры: рейтинги и российский потенциал // ЭКО. 2010. № 8. С. 140-142.

<sup>38</sup> Рыкова И.Н. Формирование международного финансового центра: задачи власти и банковского сообщества по реализации проекта (по материалам круглого стола Комитета Совета Федерации по финансовым рынкам и денежному обращению и Ассоциации российских банков) // Финансы и кредит. 2008. № 32. С. 3.

1) консолидация финансовых центров. Среди специалистов существует мнение, что Нью-Йорк, Лондон и Гонконг превращаются в некоего единого глобального игрока с общими правилами регулирования;

2) усиление роли региональных центров Азии, Латинской Америки, Ближнего Востока и Африки, стремящихся к перераспределению сфер влияния;

3) развитие информационно-аналитических и консультационных функций. В основных финансовых центрах размещены известные управленческие консультанты – компании McKinsey, Ernst and Young Global Limited, Deloitte Touche Tohmatsu и др.;

4) появление новой функции по управлению международной задолженностью и ее реструктуризации.

Индикаторами развития финансовой системы в том или ином регионе, позволяющими идентифицировать их как мировые финансовые центры, являются показатели фондового, банковского, страхового рынков, инвестиционной активности в целом, степени освоения новых инструментов управления финансовыми ресурсами и вовлеченности региона в глобальные финансовые потоки.

Как свидетельствует табл. 3, крупнейшие в мире фондовые биржи размещены в основных финансовых центрах мира (табл. 3).

Таблица 3.

Наиболее крупные фондовые биржи мира в 2010 году<sup>39</sup>

	Страна	Название биржи	Рыночная капитализация на 31.12.2010 (млрд. долл. США)	Изменение капитализации за год, %	Общая рыночная стоимость проданных в 2010 году акций и паев (млрд. долл. США)	Прирост торгового оборота акций и паев к 2009 году, %
1	США, Европа	NYSE Euronext	15970	+11	19818	+2,5
2	США, Европа	Национальная электронная фондовая биржа (NASDAQ OMX)	4931	+21,6	13409	-6,0
3	Япония	Токийская фондовая биржа	3827	+15,8	3793	+2,3
4	Великобритания	Лондонская фондовая биржа	3613	+4,6	2750	+7,7
5	Китай	Шанхайская фондовая биржа	2717	+0,4	4486	-11,3
6	Гонконг	Гонконгская фондовая биржа	2711	+17,6	1496	+5,6
7	Канада	Фондовая биржа Торонто (TSX group)	2170	+29,4	1366	+10,2
8	Индия	Бомбейская фондовая биржа	1631	+24,9	258	
9	Индия	Национальная фондовая биржа Индии	1596	+30,4	799	+1,5
10	Бразилия	Фондовая биржа Сан-Паулу (Бовеспа)	1545	+15,6	867	+38,5
11	Австралия	Австралийская биржа ценных бумаг	1454	+15,3	1062	+37,8
12	Германия	Deutsche Börse (биржа во Франкфурте-на-Майне)	1429	+10,6	1632	+14,4
13	Китай	Шэньчжэньская фондовая биржа	1311	+51,0	3564	+28,6
14	Швейцария	Швейцарская биржа (г. Цюрих)	1229	+15,5	790	+11,3
15	Испания	Испанская фондовая биржа (BME Spanish)	1171	-18,3	1360	+15,2
16	Южная Корея	Корейская биржа (KRX), г. Пусан	1091	+30,8	1605	+3,3
17	Россия	Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ)	949	+28,9	408	-6,0
18	ЮАР	Йоханнесбургская фондовая биржа	925	+15,8	340	+27,7

Безусловным лидером по рыночной капитализации и объему торгов является объединение Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) и

<sup>39</sup> Построено на основе данных World Federation of Exchanges. <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2010>.



панъевропейской фондовой биржи Euronext. Второй по величине по обоим показателям является NASDAQ OMX (объединение американской биржи высокотехнологичных компаний NASDAQ и 8 европейских бирж, а также скандинавского и балтийского подразделений компании OMX). Третье место по капитализации занимает Токийская фондовая биржа, а по объему торгов – Шанхайская фондовая биржа.

Основной биржевой оборот приходится на долевые и долговые ценные бумаги. Наибольшее количество листингуемых акционерных компаний на Бомбейской фондовой бирже (5034 на конец 2010 года), однако все это компании национальные. Аналогичным образом обстоят дела на Шанхайской, Шэньчжэньской биржах в Китае, ММВБ в России и большинстве бирж стран с развивающимися экономиками: торговля иностранными ценными бумагами на них отсутствует. Лидером по абсолютному количеству иностранных компаний, чьи акции продаются на бирже, на сегодняшний день является Лондонская фондовая биржа (604 в листинге 2010 года, что составляло пятую часть всех зарегистрированных на бирже компаний). Далее идет объединение NYSE Euronext (603 компании), уступившее в 2010 году пальму первенства Лондону. В 2 раза меньше иностранных компаний входит в листинги фондовой биржи Сингапура (317) и NASDAQ (300). Высока доля иностранных компаний в листинге акций Мексиканской фондовой биржи (69,6%), но по их общему количеству и объему торгов она заметно уступает лидерам. В то же время на NYSE Euronext и NASDAQ приходится 4/5 общего оборота акций иностранных компаний, тогда как доля Лондона 7,2%, Франкфурта – 4,4%, других бирж – незначительна или равна нулю.

По количеству зарегистрированных облигаций первые места в мире занимают Люксембургская, Франкфуртская и Ирландская (г. Дублин) биржи, у них же высока доля зарубежных эмитентов в листинге, однако рыночная стоимость обращающихся бумаг на них незначительна. Лидером в торговле национальными долговыми инструментами в 2010 году стала испанская биржа BME Spanish Exchanges (Мадрид), на которую пришлось более 2/3 мировой

торговли корпоративными облигациями национальных эмитентов и почти 38% мирового внутреннего оборота облигаций национального общественного сектора. В торговле иностранными облигациями 65% всего объема в 2010 году пришлось на две биржи – Лондона и Цюриха. Высок объем торгов иностранными облигациями и на фондовой бирже Стамбула, Турция (в 2010 году он занял 3-е место в мире), что не характерно для развивающихся стран.

Биржи Нью-Йорка, Чикаго и торговые площадки развитых европейских стран занимают ведущие позиции в торговле деривативами, но некоторые биржи развивающихся стран также активно осваивают эти инструменты.

В торговле опционами лидирует Чикагская биржа Chicago Board Options Exchange (около 807 млн. контрактов в 2010 году), 2-ое место занимает фондовая биржа Сан-Паулу BM&BOVESPA, Бразилия (802,2 млн. контрактов), 3-ье – ICE (International Security Exchange), расположенная в Нью-Йорке и принадлежащая европейской бирже Eurex (733,6 млн. контрактов), 4-ое – NASDAQ OMX PHLX (554,1 млн. контрактов), 5-ое – биржа Eurex, находящаяся в Цюрихе и являющаяся собственностью фондовых бирж Deutsche Börse и SIX Swiss Exchange (283,3 млн. контрактов). Наибольший прирост контрактов в 2010 году наблюдался на бразильской бирже BOVESPA, но по цене контрактов она уступает биржам Нью-Йорка и Чикаго<sup>40</sup>.

Максимальное количество сделок с обычными фьючерсами в 2010 году было заключено на бирже NYSE Liffe Europe (291,3 млн.)<sup>41</sup>, но по общей стоимости контрактов ее опередила Национальная биржа Индии (1,2 трлн. долл. США, 175,7 млн. контрактов). На московской бирже RTS было заключено 266,5 млн. фьючерсных контрактов, однако стоимость их невелика (84,5 млрд. долл.). Крупные сделки традиционно заключались на бирже Eurex, однако большое количество фьючерсных контрактов было заключено также на биржах Йоханнесбурга и Сиднея<sup>42</sup>.

На рынке индексных опционов лидирует Южно-корейская фондовая

---

<sup>40</sup> World Federation of Exchanges. WFE 2010 Market Highlights. <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2010%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>.

<sup>41</sup> Ibid.

биржа (70,2 % всех контрактов 2010 года), существенная доля рынка приходится также на Chicago Board Options Exchange. На рынке индексных фьючерсов главный игрок - CME Group (объединение товарных бирж Чикаго (Chicago Mercantile Exchange и Chicago Board of Trade) и Нью-Йорка (New York Mercantile Exchange)), ее доля в количестве сделок с инструментом составила 30,6% в 2010 году. Еще 19,1% рынка пришлось на Eurex. Опционы на индексные фонды продаются главным образом на Chicago Board Options Exchange и на ISE. Опционы и фьючерсы на краткосрочные и долгосрочные процентные ставки торгуются в рамках американской CME Group и европейской NYSE Liffe (на эти два объединения приходится более 90% торгов инструментами). В торговле опционами и фьючерсам на иностранную валюту следует отметить, кроме CME Group, биржу Сан-Паулу BM&FBOVESPA, а также Индийскую национальную фондовую биржу. Товарными опционами и фьючерсами активно торгуют CME Group (продукция сельского хозяйства, энергия и металлы), ICE Futures U.S. (сельхозпродукция), London Metal Exchange (металлы), Shanghai Futures Exchange (сельхозпродукция, энергия и металлы), Australian Securities Exchange (энергия) и др. Экзотические индексы (рыночной волатильности, погоды) продаются главным образом на бирже Chicago Board of Trade, хотя их объем составляет незначительную долю в общем биржевом обороте.

Крупнейшими биржами по привлечению инвестиций посредством первичного (IPO - Initial Public Offering) и вторичного размещения акций («Secondary Market Issues») в 2010 году стали: 1) NYSE Evronext (US & Europe) – 287,2 млрд. долл.; 2) Hong Kong Exchanges (109,5); 3) BM&FBOVESPA (100,5); 4) Shanghai Stock Exchange (83,5); 5) London Stock Exchange Group (60,7); 6) Shenzhen Stock Exchange (60,3); 7) Australian Securities Exchange (53,8); 8) Tokyo Stock Exchange Group (50,2); 9) BME Spanish Exchanges (36,6). Причем наибольший рост по сравнению с 2009 годом наблюдался у бирж Сан-Паулу и

---

<sup>42</sup> Ibid.

Шэньчжэня, а наибольшее падение – у биржи Лондона<sup>43</sup>.

По данным компании McKinsey, в 2009-2010 годах более половины всех IPO было осуществлено на фондовых биржах развивающихся стран. Из 280 млрд. долл. США - мирового объема IPO в 2010 году - на биржи Китая и Гонконга пришлось 125 млрд. долл. (44,6%), других развивающихся рынков – 40 млрд. долл., на Нью-Йорк – 35 млрд. долл., Лондон – 13 млрд. долл., другие развитые страны – 68 млрд. долл. США<sup>44</sup>.

Согласно данным того же института, наибольшими темпами в 2000-2010 гг. росли фондовые рынки Индии (23% в среднем за год) и Китая (20,8%). В США среднегодовой прирост фондового рынка в I-ом десятилетии XXI века составил 5,2%, в Японии – 2,4%. Как результат, доля стран с развивающимися рынками на мировом фондовом рынке с 2000 по 2010 год увеличилась в 3 раза и достигла на конец 2010 года 18% (из них доля Китая и Гонконга - 7,6%)<sup>45</sup>. Таким образом, фондовый рынок в наибольшей степени отражает те динамические изменения, которые происходят в мировых финансовых центрах.

Другим таким индикатором является рынок банковских услуг. Как демонстрирует таблица 4, крупнейшие по активам банки также размещены в международных финансовых центрах. Небывалыми темпами после кризиса растут активы китайских банков, штаб-квартиры которых находятся в столице страны. Это выводит Пекин в разряд крупнейших финансовых центров мира. Китайским банкам присуща высокая капитализация. По показателю «собственный капитал» на начало 2011 года 4 банка Пекина занимали ведущие позиции в мире, даже крупнейший банк Европы BNP Paribas (Франция) уступал им. В то же время европейские банки некоторых стран, в частности, Великобритании, утрачивают свои позиции.

---

<sup>43</sup>World Federation of Exchanges. WFE 2010 Market Highlights. P. 7. URL: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2010%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>.

<sup>44</sup>Roxburgh Ch., Lund S., Piotrowski J. Mapping global capital markets 2011. Updated Research. McKinsey Global Institute. August 2011. P. 16.

<sup>45</sup>Op.cit. P.24.

Таблица 4.

Крупнейшие по совокупным активам банки мира (на 31.12.2010)<sup>46</sup>

Ранг на 01.01.2011	Ранг на 01.01.2010	Название банка	Страна, город	Активы на 01.01.2011, млрд. долл. США	Изменение активов за год, %	Капитал на 01.01.2011, млрд. долл. США
1	1	BNP Paribas SA	Франция, Париж	2675,627	-2,89	34,42823
2	5	Deutsche Bank AG	Германия, Франкфурт-на-Майне	2551,727	+26,99	3,18693
3	4	Barclays PLC	Великобритания, Лондон	2326,004	+8,06	22,62566
4	3	Crédit Agricole SA	Франция, Париж	2133,810	+2,32	9,64783
5	6	Industrial & Commercial Bank of China Limited	Китай, Пекин	2043,861	+14,20	53,00293
6	2	The Royal Bank of Scotland Group plc	Великобритания, Эдинбург	2040,790	-22,94	10,31689
7	8	The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd	Япония, Токио	1644,768	+3,32	18,29318
8	13	China Construction Bank Corporation	Китай, Пекин	1641,683	+12,33	37,96732
9	9	JPMorgan Chase Bank National Association	США, Нью-Йорк	1631,621	+0,24	1,78500
10	10	Banco Santander SA	Испания, Боадилья-дель-Монте	1590,560	+5,80	5,89229
11	17	Bank of China Limited	Китай, Пекин	1588,462	+19,57	42,39199
12	7	Lloyds Banking Group plc	Великобритания, Лондон	1574,667	-1,80	2,45707
13	15	Agricultural Bank of China Limited	Китай, Пекин	1569,865	+16,38	49,32406
14	11	Société Générale	Франция, Париж-Дефанс	1515,897	+10,59	1,24933

46 Top Banks in the World by Bankersalmanac.com // BankersAlmanac.com. The intelligent source. <http://www.bankersalmanac.com/addcon/infobank/bank-rankings.aspx>; World's 50 Biggest Banks 2010 // Global Finance. <http://www.gfmag.com/tools/best-banks/10619-worlds-50-biggest-banks.html>.

## Окончание таблицы 4

15	12	Bank of America NA	США, Шарлотт	1482,278	+1,16	3,02004
16	16	UBS AG	Швейцария, Цюрих	1409,574	-1,74	0,40984
17	18	Sumitomo Mitsui Banking Corporation	Япония, Токио	1282,706	+3,62	18,92403
18	19	ING Bank NV	Нидерланды, Амстердам	1263,419	-14,75	0,75193
19	20	HSBC Bank plc	Великобритания, Лондон	1246,478	+6,19	1,24415
20	14	UniCredit SpA	Италия, Милан	1,244,627	+0,08	12,92018

Банковский рынок развивающихся стран растет быстрее, чем развитых. По данным глобального института McKinsey, среднегодовой прирост банковских депозитов в мире в 2000-2009 годах составлял 6,6%, в то же время в Китае и Гонконге – 14%, в других странах с развивающимися рынками – 16,4%, в США – 8,6%, в Западной Европе - 5,2%, в Японии – 0,6%, в других развитых странах – 8,1%. Тенденция в целом сохранилась и в 2010 году: банковские депозиты в мире выросли на 5,6%, в Китае – на 12,4%, в других развивающихся рынках – 14,5%. Существенное уменьшение темпов их прироста наблюдалось в США: в 2010 году они приросли только на 3,6%, и в Западной Европе – на 2,1%. В целом в мире с 2000 по 2010 годы отношение депозитов банковского сектора к ВВП увеличилось с 80% до 90%<sup>47</sup>.

Обобщающим индикатором «финансизации» экономики институт McKinsey считает разработанный им показатель «глубины мирового финансового рынка» (financial depth), который рассчитывается как отношение рыночной стоимости с учетом будущей доходности всех международных активов (долевых и долговых ценных бумаг и займов) к мировому ВВП в %<sup>48</sup>. По расчетам МакКинзи, с 1990 года по 2007 год показатель финансовой глубины рынков вырос с 261% до 376%. В 2008 году он упал до 309%, потом несколько увеличился, и в 2009-2010 годах составил 356%<sup>49</sup>. Хотя «финансовая глубина рынков» в развитых странах существенно выше, чем в развивающихся

<sup>47</sup> Roxburgh Ch., Lund S., Piotrowski J. Mapping global capital markets 2011. Updated Research. McKinsey Global Institute. August 2011. P.23.

<sup>48</sup> Хмелевская Н.Г. Траектории институциональной глобализации мировых финансовых центров // Финансы и кредит. 2008. № 32. С. 5.

<sup>49</sup> Roxburgh Ch., Lund S., Piotrowski J. Op.cit. P. 13.

экономиках (Приложение 1), в последних она растет существенно более высокими темпами.

Международное финансовое значение той или иной страны или ее отдельного региона определяется также объемом инвестиций за границей и иностранных инвестиций внутри страны. Главным инвестором мира остаются США (их зарубежные активы составили в 2010 году 15,284 трлн. долл. США). Второе место по этому показателю принадлежит Великобритании (активы 10,943 трлн. долл. США), третье – Германия (7,323 трлн. долл. США). Китай по данному показателю занимают лишь 6-ую строчку (3,892 трлн. долл.). Однако США и Великобритания являются также крупнейшими импортерами капитала. Их иностранные обязательства составляют 18,356 и 11,390 трлн. долл. США, соответственно. Таким образом, США лидируют по отрицательной чистой инвестиционной позиции в мире (чистый долг составляет 3,072 трлн.дол.), далее идут Испания и Австралия. Тройка лидеров среди мировых нетто-кредиторов выглядит следующим образом: Япония (ее чистые зарубежные активы составляют 3,01 трлн.дол.), Китай (2,193 трлн.дол.), Германия (1,207 трлн.дол. США)<sup>50</sup>.

Успехи в финансовой сфере стран с развивающимися рынками подкрепляются ростом реального сектора экономики и активными инвестиционными процессами внутри страны. В растущих мировых финансовых центрах отмечается высокий удельный вес внутренних инвестиций в основной капитал (рис. 1). Последнее является необходимым, но не достаточным условием развития мирового финансового центра. Например, в Республике Беларусь уровень внутренних инвестиций высок, однако нет речи о превращении Минска в международный финансовый центр. Для этого должны быть созданы политические, правовые, экономические и финансовые условия. Это, прежде всего, открытость экономики и общества в целом, соответствие международным стандартам во всех сферах жизни, политическая стабильность, либеральное законодательство и пр.

---

<sup>50</sup> Roxburgh Ch., Lund S., Piotrowski J. Op.cit. P.34.

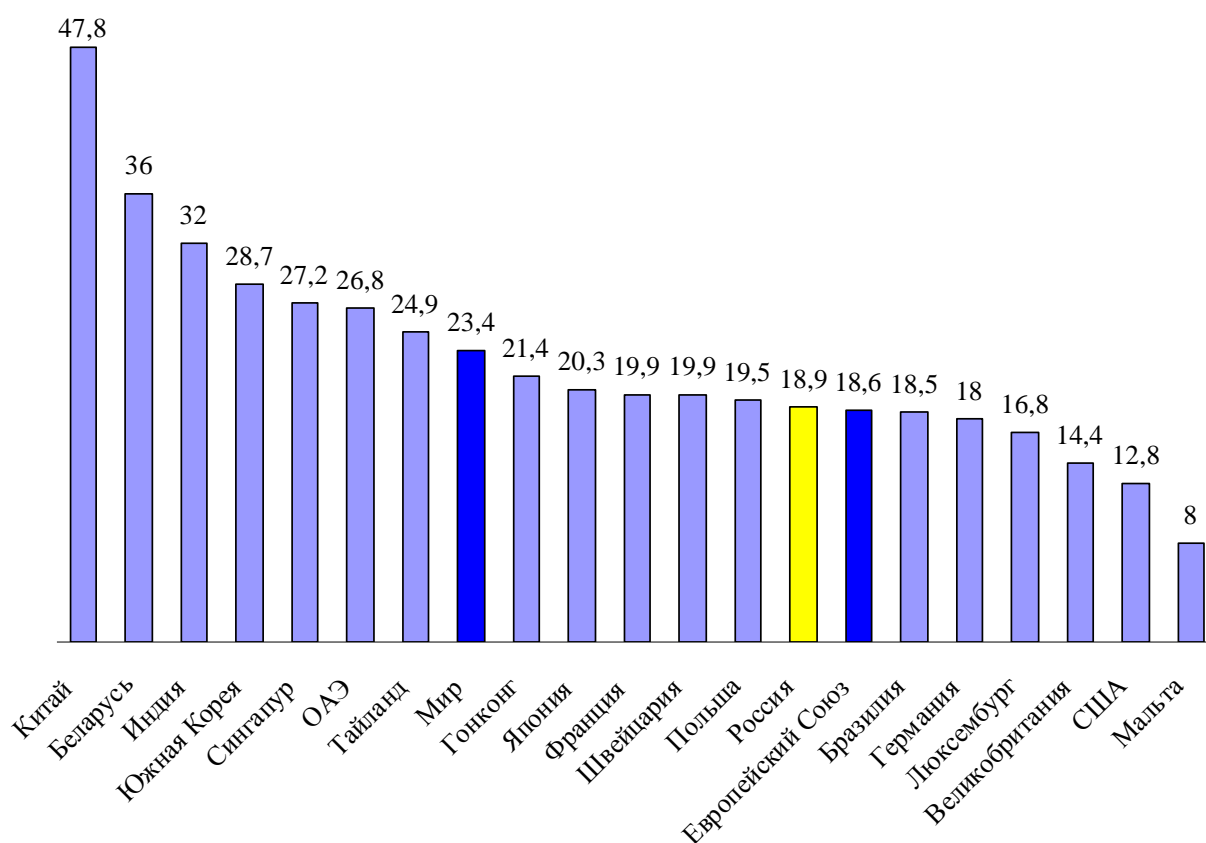


Рисунок 1. Валовые инвестиции в основной капитал в % к ВВП в некоторых странах мира (по даннымСИА на 2010 г.)<sup>51</sup>

Глобальные рейтинги международных финансовых центров. Общий уровень финансового развития отдельных регионов оценивается с помощью различных интегральных показателей (индексов). Эти индексы позволяют выявить место стран и городов в мировой финансовой системе, их относительную значимость как мировых финансовых центров. Наиболее известным показателем является «индекс финансового развития стран» (The financial development index - FDI) Всемирного экономического форума, впервые рассчитанный в 2008 году и с тех пор публикуемый ежегодно. В 2010 году вышло его третье издание. С помощью FDI оценивается 57 стран с развитыми финансовыми системами и рынками капитала<sup>52</sup>.

<sup>51</sup> The World Factbook. Central Intelligence Agency. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2185rank.html>.

<sup>52</sup> The Financial Development Report 2010. World Economic Forum.- Geneva, NY., 2010. Pp. 12-13. URL: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_FinancialDevelopmentReport\\_2010.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2010.pdf).



Для построения индекса используется 7 групп показателей:

1) институциональная среда (Institutional Environment) – оценивается качество законодательства и регулирования финансовых рынков (в том числе с точки зрения открытости рынков капитала и либерализации финансового сектора), а также качество управления и приведение в действие договоров (contract enforcement);

2) среда бизнеса (Business Environment) – доступность высококвалифицированных специалистов в финансовом секторе, состояние физической инфраструктуры, уровень налогообложения и издержки ведения бизнеса для финансовых посредников;

3) финансовая стабильность (Financial Stability) – оценивается риск валютного, банковского и внутреннего долгового кризисов;

4) банковские финансовые услуги (Banking Financial Services) – учитываются масштабы банковского рынка, операционная эффективность и прибыльность банковской деятельности, доля государственной собственности в банковском капитале, степень раскрытия информации;

5) небанковские финансовые услуги (Non-banking Financial Services) – активность брокеров, дилеров, управляющих активами, страховых компаний с точки зрения мобилизации финансовых ресурсов и масштаба операций. Оцениваются четыре сферы деятельности небанковских посредников: IPO, слияния и поглощения (M&A), секьюритизация, страхование;

6) финансовые рынки (Financial Markets) – оцениваются масштабы четырех рынков: рынка акций, рынка корпоративных и публичных облигаций, рынка деривативов и рынка иностранной валюты;

7) доступ к финансовым услугам (Financial Access) – выявляется доступность как корпоративных финансовых услуг (венчурного капитала, коммерческого кредита, развитость локальных рынков акций), так и розничных финансовых услуг (степень проникновения банковских счетов, распространенность банкоматов, доступность микрофинансирования).

Данные индекса финансового развития 2010 года представлены в табл. 5.

Таблица 5.

Десятка лидеров и Россия в индексе финансового развития стран Всемирного экономического форума (г. Давос), 2010 г.<sup>53</sup>

Ранг (топ 10 из 57 стран)	Общий индекс	Составляющие общего индекса						
		Факторы, политика и институты			Финансовые посредники			Доступ к финансовым услугам
		Институциональная среда	Среда бизнеса	Финансовая стабильность	Банковские финансовые услуги	Небанковские финансовые услуги	Финансовые рынки	
1	США	Сингапур	Швеция	Саудовская Аравия	Великобритания	США	США	Австралия
2	Великобритания	Швеция	Сингапур	Гонконг	Нидерланды	Великобритания	Сингапур	Гонконг
3	Гонконг	Норвегия	Гонконг	Малайзия	Гонконг	Канада	Швейцария	Бельгия
4	Сингапур	Дания	Финляндия	Сингапур	Испания	Китай	Великобритания	Саудовская Аравия
5	Австралия	Канада	Швейцария	Швейцария	Япония	Россия	Япония	США
6	Канада	Великобритания	Дания	ОАЭ	Ирландия	Южная Корея	Австралия	Канада
7	Нидерланды	Финляндия	Канада	Чили	Австралия	Япония	Франция	Швеция
8	Швейцария	Германия	Нидерланды	Норвегия	Китай	Австралия	Нидерланды	Австрия
9	Япония	Нидерланды	Норвегия	Австралия	Бельгия	Нидерланды	Кувейт	Бахрейн
10	Бельгия	Гонконг	Франция	Бразилия	Швеция	Испания	Германия	Великобритания
Место России	40	53	34	42	57	5	33	54

США и Великобритания, занявшие первые два места в рейтинге, в то же время продемонстрировали плохие ранги «финансовой стабильности» (39 и 46 место, соответственно). По сравнению с 2009 годом улучшились ранги некоторых стран БРИКС: Китая (на 4 позиции вверх), Бразилии (+2) и Индии (+1), а также скандинавских стран: Швеции (+2), Норвегии (+2) и Дании (+6). Ранг России за год не изменился – 40-е место. При этом у нее оказалось последнее 57-ое место среди всех анализируемых стран по уровню развития банковских финансовых услуг, в том числе 47-ое – по относительным размерам банковского сектора, 55-ое – по его эффективности и 45-ое – по степени раскрытия информации. Традиционно низким оказался рейтинг качества институциональной среды (53-ье место), внутри которого наихудшими являются ранги защиты прав миноритариев (56-ое место) и восприятия коррупции (55-ое место). Ранги России, выявленные на основе индекса финансового развития и его составляющих, представлены на рис. 2.

<sup>53</sup> The Financial Development Report 2010. World Economic Forum.- Geneva, NY., 2010. Pp. 12-13. URL: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_FinancialDevelopmentReport\\_2010.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2010.pdf).



Рисунок 2. Ранги России в индексе финансового развития ВЭФ в 2010г.  
(место среди 57 стран)<sup>54</sup>

Существует также ряд индексов, оценивающих финансовое развитие

крупнейших городов мира. Проанализируем основные из них.

1. *Global financial centers index, GFCI* (индекс глобальных финансовых центров) рассчитывается лондонским коммерческим исследовательским центром Z/Yen Group и публикуется муниципальной администрацией лондонского Сити - Лондонской городской корпорацией (City of London Corporation), начиная с 2007 г. Индекс определяется на основе 60 частных индексов. Обновляется два раза в год – в марте и в сентябре.

Индекс GFCI рассчитывается на основе следующих групп факторов: 1) люди (People): квалификация рабочей силы и ее доступность, гибкость рынка труда, качество бизнес-образования; 2) среда бизнеса (Business Environment) – государственное регулирование, уровень налогообложения, уровень коррупции, степень экономической свободы, административные барьеры ведения бизнеса; 3) инфраструктура (Infrastructure) – стоимость аренды помещений, доступность транспортных услуг; 4) доступность рынков (Market Access) – оценивается разнообразие финансовых инструментов (акций, облигаций), объемы сделок с ними, уровень кластеризации рынков; 5) общая конкурентоспособность (General Competitiveness) – уровень цен, качество жизни и экономический комфорт<sup>55</sup>. Как и в случае с индексом финансового развития стран, часть информации берется из внешних источников, в том числе расчетов других индексов (например, для определения уровня коррупции - из индекса восприятия коррупции компании «Transparency International» и индекса непрозрачности Kurtzman Group). Другим источником информации являются данные открытого on-line опроса, при этом преимущество отдается оценкам профессионалов, однако мнение непрофессионалов тоже учитывается.

Как свидетельствует таблица 6, первая четверка лидеров в рейтинге GFCI в течение всего срока сохранялась неизменной (в отдельные периоды Нью-Йорк по своему рейтингу вплотную приближался к Лондону, а Сингапур – к Гонконгу).

---

<sup>54</sup> Составлено автором на основе: The Financial Development Report 2010. World Economic Forum.- Geneva, NY., 2010. Pp. 12-13. URL: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_FinancialDevelopmentReport\\_2010.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2010.pdf). P. 226.

<sup>55</sup> Z/Yen.com. <http://www.zyen.com/long-finance/global-financial-centres-index-gfci.html>.

Таблица 6.

## Рейтинги и ранги мировых финансовых центров: Global Financial Centers

Index<sup>56</sup>

Ранг-2011 г. (I полугодие, март)	Город	Рейтинг-2011 (I)	Ранг-2007 (I)	Рейтинг-2007 (I)	Изменение ранга с 2007 по 2011	Изменение рейтинга с 2007 по 2011 (“+” – улучшение, “-” – ухудшение)
1	Лондон	775	1	765	-	+10
2	Нью-Йорк	769	2	760	-	+9
3	Гонконг	759	3	684	-	+75
4	Сингапур	722	4	660	-	+62
5-6	Шанхай	694	24	576	+18,5	+118
5-6	Токио	694	9	632	+3,5	+62
7	Чикаго	673	8	636	+1	+37
8	Цюрих	665	5	656	-3	+9
9	Женева	659	10	628	+1	+31
10-11	Сидней	658	7	639	-3,5	+19
10-11	Торонто	658	12-13	611	+2	+47
12	Бостон	656	14	609	+2	+47
13	Сан-Франциско	655	12-13	611	+0,5	+44
14	Франкфурт-на-Майне	654	6	647	-8	+7
15	Шэньчжэнь	653	5***	695***	-10	-44
16	Сеул	651	43	434	+27	+217
17-18	Пекин	650	36	513	+18,5	+137
17-18	Вашингтон	650	20	594	+2,5	+56
19	Тайвань	639	41**	518**	+22	+121
20	Париж	637	11	625	-9	+12
44	Сан-Паулу	574	49*	434*	+5	+140
50	Рио-де-Жанейро	563	61***	532	+11	+31
68	Москва	506	45	421	-23	+85
69	Санкт-Петербург	504	70***	453***	+1	+51

\*Данные за II квартал 2007 года.

\*\* Данные за I квартал 2009 года.

\*\*\*Данные за II квартал 2009 года.

Сравнение индекса за ряд лет позволяет также обнаружить восходящий рост азиатских финансовых центров. Так, за 4,5 года Шанхай и Пекин

<sup>56</sup> Источники данных: 1) The Global Finance Centres Index 9. March 2011. Z/Yen Group. 2011. Pp. 4-5; 2) The Global Finance Centres Index 1. March 2007. Z/Yen Group. City of London, 2007. P. 13; 3) The Global Finance Centres Index 2. September 2007. Z/Yen Group. City of London, 2007. P. 11; 4) The Global Finance Centres Index 5. March 2009. Z/Yen Group. City of London, 2009. P. 4; 5) The Global Finance Centres Index 6. September 2009. Z/Yen Group. City of London, 2009. P.19.

поднялись на 18,5 позиций вверх, южнокорейский Сеул – на 27 позиций (из них на 25 – за последние полгода). Разумеется, нужно учитывать расширение списка городов, принимающих участие в рэнкинге. Если в первом рейтинге (март 2007 года) в топ-20 входило лишь 3 азиатских города, то в рейтинге марта 2011 года – уже 7 городов. Правда, позиция китайского Шэньчжэня заметно ухудшилась. Согласно опросам респондентам, 5 азиатских городов (Шанхай, Сингапур, Сеул, Гонконг и Пекин) наиболее вероятно в ближайшие годы усилят свое могущество<sup>57</sup>. Индекс свидетельствует также о стремительном росте бразильского Рио-де-Жанейро, отрыв которого от другого бразильского центра – Сан-Паулу – уменьшается.

Во время кризиса стали ухудшаться позиции оффшорных центров (в частности, Нормандских островов Джерси и Гернси) и ирландского Дублина. У Москвы не наблюдается какой-либо заметной восходящей или нисходящей динамики, но в связи с расширением списка городов ее место в рейтинге становится ниже. В то же время Санкт-Петербург вплотную приблизился к столице, несколько улучшив свой ранг.

На основе кластерного и корреляционного анализа исследователи Z/Yen Group выявили *три составляющих успеха финансовых центров*: 1) *способность к взаимодействию* (Connectivity) – степень известности центра в мире и уверенности непрофессиональных резидентов в том, что центр связан с другими финансовыми центрами; 2) *диверсификация* (Diversity) – разнообразие развитых отраслей в данном финансовом центре; 3) *специализация* (Speciality) – степень развития таких сфер, как управление активами, инвестиционный банкинг, страхование, услуги профессионального характера, управление частным капиталом<sup>58</sup>. Далее формируется матрица финансовых центров, где они позиционируются определенным образом (рис. 3).

---

<sup>57</sup> The Global Finance Centres Index 9. March 2011. Z/Yen Group. 2011. P. 2. <http://www.zyen.com/GFCI/GFCI%209.pdf>.

<sup>58</sup> The Global Finance Centres Index 9. March 2011. Z/Yen Group. 2011. P.8.

	Broad & Deep	Relatively Broad	Relatively Deep	Emerging
Global	<b>Global Leaders</b> <i>GFCI 9 Range 654 – 775</i>	<b>Global Diversified</b> <i>GFCI 9 Range 592–637</i>	<b>Global Specialists</b> <i>GFCI 9 Range 605–694</i>	<b>Global Contenders</b> <i>GFCI 9 Range 506</i>
	Chicago (673)	Amsterdam (593)	Beijing (650)	Moscow (506)
	Frankfurt (654)	Dublin (592)	Dubai (605)	
	Hong Kong (759)	Paris (637)	Geneva (659)	
	London (775)		Shanghai (694)	
	New York (769)			
	Singapore (722)			
	Tokyo (694)			
	Toronto (658)			
Zurich (665)				
Transnational	<b>Established Transnational</b> <i>GFCI 9 Range 573 – 658</i>	<b>Transnational Diversified</b> <i>GFCI 9 Range 571 – 588</i>	<b>Transnational Specialists</b> <i>GFCI 9 Range 546 – 653</i>	<b>Transnational Contenders</b> <i>GFCI 9 Range 536 – 541</i>
	Boston (656)	Copenhagen (571)	British Virgin Islands (584)	Bangkok (536)
	Edinburgh (600)	Madrid (588)	Cayman Islands (587)	Mumbai (541)
	Kuala Lumpur (573)		Gibraltar (546)	
	Melbourne (621)		Guernsey (607)	
	San Francisco (655)		Isle of Man (590)	
	Seoul (651)		Jersey (624)	
	Sydney (658)		Luxembourg (630)	
	Vancouver (626)		Shenzhen (653)	
Washington D.C. (650)				
Local	<b>Established Players</b> <i>GFCI 9 Range 551 – 574</i>	<b>Local Diversified</b> <i>GFCI 9 Range 494 – 617</i>	<b>Local Specialists</b> <i>GFCI 9 Range 517 – 639</i>	<b>Evolving Centres</b> <i>GFCI 9 Range 436 – 532</i>
	Johannesburg (551)	Brussels (581)	Bahamas (517)	Athens (457)
	Mexico City (561)	Glasgow (571)	Buenos Aires (525)	Budapest (468)
	Sao Paulo (574)	Helsinki (546)	Hamilton (589)	Jakarta (532)
		Istanbul (494)	Malta (538)	Reykjavik (436)
		Lisbon (525)	Manila (519)	Riyadh (500)
		Milan (581)	Mauritius (533)	St. Petersburg (504)
		Montreal (615)	Monaco (562)	Tallinn (456)
		Munich (617)	Qatar (597)	
		Osaka (594)	Rio de Janeiro (563)	
		Oslo (560)	Rome (568)	
		Prague (547)	Taipei (639)	
		Stockholm (592)	Wellington (587)	
	Vienna (576)			
	Warsaw (538)			

Рисунок 3. Матрица финансовых центров Z/Yen Group, сформированная на основе «Глобального индекса финансовых центров» - 2011 (март)

В этой матрице по одному критерию все центры делятся на три группы: глобальные (Global), транснациональные (Transnational) и локальные (Local). Другим принципом классификации является широта освоения финансовых рынков (диверсификация финансовых инструментов) и его глубина (объем сделок с ними). В связи с этим выделяются: 1) широкие и глубокие (Broad & Deep)); 2) относительно широкие – диверсифицированные (Relatively Broad); 3)

относительно глубокие (Relatively Deep); 4) развивающиеся (Emerging).

Опросы респондентов позволяют также установить наиболее важные факторы успеха финансового центра. В последнем рейтинге этими составляющими в порядке убывания предпочтений оказались: 1) стабильность и прозрачность регулирования; 2) квалификация сотрудников; 3) уровень личного налогообложения; 4) ИТ и транспортная инфраструктура; 5) затраты на содержание имущества и персонала; 6) диверсификация торговли.

2. *International Financial Centers Development Index, IFCD* (индекс развития международных финансовых центров) – рассчитывается Чикагской товарной биржей (Chicago Mercantile Exchange) и компанией Доу Джонс (Dow Jones & Company) совместно с китайским информационным агентством Синьхуа (Xinhua News Agency) с 2010 года. Оцениваются 45 финансовых центров, используются объективные показатели и субъективные оценки. Как и индекс Лондонского Сити, индекс Xinhua-Dow Jones публикуется два раза в год. Для развивающихся финансовых центров разработаны три дополнительных индекса: 1) индекс доверия (confidence index), 2) индекс привлекательности капитальных и человеческих ресурсов (capital and human resources attraction index), 3) индекс узнаваемости валюты (currency familiarity index) – для стран БРИКС (Бразилия, Индия, Россия, Китай, Южная Африка). Исследования за два года свидетельствуют, что у Шанхая больше всех шансов в ближайшем будущем превратиться в международный финансовый центр по большинству показателей<sup>59</sup>.

Общий индекс рассчитывается на основе 5 индексов: 1) *финансовые рынки* (financial markets – FM). Строится на основе 4-х индикаторов: «рынок капитала», «рынок Forex», «банковский рынок» и «рынок страхования»; 2) *общее окружение* (general environment - GE). Состоит из трех элементов: «экономическая среда», «политическая среда» и «открытость»; 3) *рост и развитие* (growth and development – G&D). Строится на основе 4-х

---

59 Xinhua – Dow Jones International Financial Centres Development index (2011). 2011 July 8.  
<http://www.sh.xinhuanet.com/zhuanti2011/ifcd2011/IFCD2011e.pdf>.



индикаторов: «рост рынка капитала», «экономический рост», «инновационные результаты города», «творческий потенциал»; 4) *услуги (service - S)*. Включает три элемента: «государственные услуги», «интеллектуальный капитал» и «городское окружение»; 5) *промышленная поддержка (industrial support - IS)*. Включает три индикатора: «поддержка среды бизнеса», «общие условия города», «городская инфраструктура». Значимость пяти индексов устанавливается на основе экспертных оценок.

Результаты IFCD (табл. 7) сопоставимы с индексом Лондонского Сити. Правда, Нью-Йорк выбивает пальму первенства у Лондона, Токио перемещается с 5-6 на 3-е место. Париж и Франкфурт-на Майне также занимают более высокие позиции. Москва (35-ое место) позиционирована выше Сан-Паулу (41 место).

Таблица 7.

Рейтинги и ранги мировых финансовых центров: International Financial Centres Development Index<sup>60</sup>

IFCD Ранг 2011	IFCD Ранг 2010	Город	Страна	Рейтинг 2011	Составляющие ранга -2011 (частные индексы)*				
					FM	G&D	IS	S	GE
1	1	Нью-Йорк	США	87,69	1	4	1	1	2
2	2	Лондон	Великобритания	85,96	2	7	3	2	1
3	3	Токио	Япония	85,81	3	3	2	3	3
4	4	Гонконг	Китай	82,18	4	2	4	4	4
5	6	Сингапур	Синапур	74,53	8	5	5	6	6
6	8	Шанхай	Китай	71,42	7	1	6	7	19
7	5	Париж	Франция	71,37	5	14	7	5	5
8	7	Франкфурт-на-Майне	Германия	64,40	6	12	8	8	8
9	10	Сидней	Австралия	57,08	12	13	12	11	9
10	15	Амстердам	Нидерланды	54,70	16	17	13	13	7
11	12	Чикаго	США	54,54	10	19	10	14	13
12	11	Цюрих	Швейцария	54,00	11	23	17	10	11
13	9	Вашингтон	США	53,44	13	12	14	12	12
14	13	Пекин	Китай	53,16	9	6	9	34	30
15	16	Женева	Швейцария	51,50	14	24	18	9	10
16	14	Дубай	ОАЭ	51,00	15	8	11	18	29
17	17	Сан-Франциско	США	47,58	18	18	19	16	16
18	18	Торонто	Канада	46,12	21	26	20	15	15
19	21	Мюнхен	Германия	44,30	22	27	21	20	20
20	19	Бостон	США	42,90	17	22	22	22	26

<sup>60</sup> Составлено на основе: Xinhua – Dow Jones International Financial Centres Development index (2011). 2011 July 8. <http://www.sh.xinhuanet.com/zhuanti2011/ifcd2011/IFCD2011e.pdf>.

## Окончание таблицы 7

21	22	Шэньчжэнь	Китай	42,53	19	10	15	35	35
22	20	Копенгаген	Дания	42,17	27	39	28	17	14
23	25	Стокгольм	Швеция	41,38	35	32	27	19	17
24	31	Сеул	Южная Корея	41,33	26	9	16	36	34
25	23	Брюссель	Бельгия	40,85	23	29	25	24	22
26	29	Осло	Норвегия	38,61	34	45	32	21	18
27	24	Ванкувер	Канада	38,60	39	36	29	25	21
28	27	Вена	Австрия	37,10	37	43	37	23	23
29	26	Люксембург	Люксембург	36,84	28	33	34	27	28
30	28	Хельсинки	Финляндия	36,60	41	35	39	26	25
31	30	Мельбурн	Австралия	36,00	33	38	30	30	27
32	32	Мадрид	Испания	35,75	30	28	33	28	31
33	33	Монреаль	Канада	35,73	38	41	35	33	24
34	40	Мумбаи	Индия	35,68	20	11	40	38	39
35	35	Москва	Россия	35,40	24	15	23	39	42
36	36	Милан	Италия	35,37	25	25	24	31	38
37	34	Рим	Италия	34,31	36	30	31	29	36
38	38	Осака	Япония	33,84	32	37	26	37	33
39	37	Дублин	Ирландия	33,58	31	40	36	32	32
40	41	Тайбэй	Китай	32,85	29	20	38	40	37
41	39	Сан-Паулу	Бразилия	29,71	40	16	41	45	43
42	42	Буэнос-Айрес	Аргентина	25,27	42	34	42	44	44
43	43	Будапешт	Венгрия	24,84	45	44	43	41	41
44	44	Лиссабон	Португалия	24,74	43	42	45	43	40
45	45	Йоханнесбург	ЮАР	24,35	44	31	44	42	45

\* Примечание. Расшифровка частных индексов приведена выше.

На основе полученных данных строится двухмерная матрица по двум критериям: «финансовые рынки» и «рост и развитие»<sup>61</sup>.

3. *World's most economically powerful cities* – индекс американской многонациональной корпорации MasterCard Worldwide. Анализу подвергаются 75 крупнейших центров мировой торговли. Этот индекс оценивает экономическое развитие городов в целом, однако он также имеет финансовую составляющую, которая коррелирует со многими экономическими составляющими. В силу этого результаты вполне сопоставимы с данными индексов финансового развития. Согласно отчету 2008 года, ТЕР-10 выглядели следующим образом: 1. Лондон. 2. Нью-Йорк. 3. Токио. 4. Сингапур. 5. Чикаго. 6. Гонконг. 7. Париж. 8. Франкфурт-на-Майне. 9. Сеул. 10. Амстердам.<sup>62</sup>

<sup>61</sup> Op. cit. Pp. 10-11.

<sup>62</sup> Worldwide Centres of Commerce Index. MasterCard Worldwide, 2008.  
[http://www.mastercard.com/us/company/en/insights/pdfs/2008/MCWW\\_WCoC-Report\\_2008.pdf](http://www.mastercard.com/us/company/en/insights/pdfs/2008/MCWW_WCoC-Report_2008.pdf).

Корпорацией MasterCard Worldwide отдельно рассчитывается индекс развивающихся центров (*Emerging Markets Index*). В 2008 году оценивались 65 крупнейших центров. Здесь лидерство распределяется следующим образом: 1. Шанхай (Китай). 2. Пекин (Китай). 3. Будапешт (Венгрия). 4. Куала-Лумпур (столица Малайзии). 5. Сантьяго (Чили). 6. Гуанчжоу (Китай). 7. Мехико Сити (Мексика). 8. Варшава (Польша). 9. Бангкок (Таиланд). 10. Шэньчжэнь (Китай). 11. Йоханнесбург (ЮАР). 12. Сан-Паулу (Бразилия). 13. Буэнос-Айрес (Аргентина). 14. Москва (Россия). 15. Стамбул (Турция).

Заметим также: одноименный индекс *World's most economically powerful cities* рассчитывается и регулярно публикуется также журналом Forbes.

**Особенности развития основных международных финансовых центров.** Старейшими финансовыми центрами мира являются Лондон, Нью-Йорк и Гонконг. На их долю и сегодня приходится 70% торговли акциями.

**Лондон** – старейший финансовый центр с развитой инфраструктурой, большая часть деятельности которого сосредоточена в Лондонском Сити. Свое экономическое восхождение Лондон ведет со времен учреждения в 1565 году Королевской биржи и в 1694 году Банка Англии. На Лондонскую фондовую биржу, занимающую 4-ое место по уровню капитализации, приходится почти ¼ европейского оборота акций, а также максимальный (из зарубежных бирж) оборот торговли российскими ценными бумагами. В отдельные месяцы он достигает 80% от оборота иностранных акций и 12% от общего оборота акций<sup>63</sup>. Инвестиционные менеджеры Соединенного Королевства осуществляют доверительное управление 11% всех инвестиционных портфелей (львиная доля такого рода деятельности сосредоточена в Лондоне). В одном только страховом секторе Лондонского Сити занято 50 тыс. чел.

На Лондон приходится также 15% биржевой торговли товарами и деривативами на них<sup>64</sup>. Она осуществляется на трех ведущих биржах: 1) Euronext.life (NYSE life) – биржа, образовавшаяся в 2002 путем поглощения

---

<sup>63</sup> Данилов Ю. Настоящих буйных мало // Эксперт № 29. 25 июля 2011 г. <http://expert.ru/expert/2011/29/nastoyaschih-bujnyih-malo/>.

<sup>64</sup> The value of Europe's International Financial Centres to the EU Economy. City of London. July 2011. P. 6.

Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов (London International Financial Futures and Options Exchange) пан-европейской фондовой биржей Euronext, которая в 2007 году в свою очередь слилась с NYSE group, более известной как Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange). Биржа в основном специализируется на фьючерсах и опционах на краткосрочные процентные ставки, облигации, свопы, акции и товары. Эта биржа также известна продажей своих программных продуктов и информационных технологий другим известным биржам мира<sup>65</sup>; 2) Лондонская биржа металлов (London Metal Exchange) – крупнейшая в мире биржа, специализирующаяся на торговле цветными металлами и пластмассами, а также хеджировании сделок с ними. Образована еще в 1876 году; 3) ICE (InterContinental Exchange) Futures Europe – Лондонская электронная биржа, специализирующаяся на энергетических продуктах. Лондон известен также глобальными рынками угля, финансирования и страхования морских перевозок, аудиторских и адвокатских услуг.

Отличительной особенностью банковского сектора Великобритании является то, что существенная доля банковского рынка (выше 50%) принадлежит филиалам и отделениям иностранных банков. На долю Лондона приходится 24% всех филиалов иностранных банков, действующих в странах ЕС. Причем, это наиболее крупные банки – им принадлежит 77% активов данной группы кредитных организаций. Также в Лондоне разместили свои филиалы 50% иностранных банков, не входящих в ЕС, с 84% активов. Правда, британским финансовым институтам принадлежит 70% активов банковского сектора страны, номинированных в национальной валюте (фунте стерлингов). На иностранные банки приходится почти 40% рынка корпоративных кредитов, но в розничном бизнесе их доля близка к нулю<sup>66</sup>.

Препятствиями развитию Лондона являются: дороговизна аренды помещений, борьба правительства с бонусами менеджеров после кризиса 2008-

---

<sup>65</sup> Euronext. Wikipedia. Free Encyclopedia. URL: [http://en.wikipedia.org/wiki/NYSE\\_Liffe](http://en.wikipedia.org/wiki/NYSE_Liffe).

<sup>66</sup> Розинский И. Международные финансовые центры: мировой опыт и возможности для России // Вопросы экономики. 2008. № 9. С. 28.

2009 годов, относительно высокие ставки налога на прибыль, нестабильность валюты.

**Нью-Йорк** – крупнейший международный финансовый центр в мире, дислоцированный в США, разделяющий 1-2 места в различных рейтингах с Лондоном. Восхождение Нью-Йорка как финансового центра началось после Первой мировой войны.

В Нью-Йорке сосредоточены штаб-квартиры таких финансовых организаций США, как Citigroup, J.P. Morgan Chase & Co., American International Group, Goldman Sachs Group, Morgan Stanley, Merrill Lynch и др, а также многих нефинансовых корпораций. В этом финансовом центре находятся две крупнейшие биржи мира: Нью-Йоркская фондовая биржа (на которой листингуется около 2800 компаний) и NASDAQ (табл. 1), а также расположены Американская фондовая биржа (American Stock Exchange), имеющая региональное значение (сегодня входит в состав группы NYSE), Нью-Йоркская товарная биржа (New York Mercantile Exchange), занимающая 1-ое место в торговле нефтяными фьючерсами, Нью-Йоркская торговая площадь (New York Board of Trade, NYBOT). Финансовая деятельность Нью-Йорка сосредоточена на улице Wall street в нижней части Манхэттена.

Нью-Йорк стал уступать свои позиции как мирового финансового центра Лондону после принятия в 2002 году закона Сарбейнса-Оксли, ужесточившего контроль за финансовой отчетностью и усилившего защиту прав акционеров, а также вследствие приведения в действие новых иммиграционных правил.

**Франкфурт-на-Майне** – прежде всего крупнейший банковский центр, осуществляющий управление 2,951 трлн. евро банковских активов. В банковском секторе занято около 74 тыс. человек<sup>67</sup>. В центре большое количество иностранных банков (на конец марта 2010 г. их число составляло 157 из 223 всех банков Франкфурта, или 71%)<sup>68</sup>. Во Франкфурте-на-Майне размещена штаб-квартира Европейского центрального банка, разрабатываются правила банковского регулирования. В городе также размещена крупнейшая

---

<sup>67</sup> The value of Europe's International Financial Centres to the EU Economy. City of London. July 2011. P. 5.

фондовая биржа Германии Frankfurter Wertpapierbörse, в настоящее время входящая в состав Deutsche Börse, которая совместно со Швейцарской биржей владеет фьючерсной площадкой Eurex, являющейся одним из крупнейших операторов на рынке деривативов.

Германия лучше других развитых стран преодолела последствия финансово-экономического кризиса 2008-2009 годов, экономический рост в 2010 году в ней составил 3,5%, торговый баланс положителен, и ее чистые иностранные активы велики (более 1,2 трлн. долл. США), правда, государственный долг приближается к 80% ВВП. Однако долговые проблемы других европейских стран (Греции, Испании, Ирландии и др.) в той или иной степени затрагивают экономику всех стран еврозоны, и особенно Германии, приводят к колебанию курса евро по отношению к доллару, что разогревает спекулятивную составляющую финансовых рынков.

*Токио* – старейший финансовый центр Азии, осуществляющий набор стандартных финансовых операций, но также это место проведения многих IPO, слияний и поглощений (M&A). Кроме того, Токио – активный участник продвижения внебиржевых рынков капитала. В 2009 году им было подписано соглашение с Лондонской фондовой биржей о создании в азиатском регионе альтернативного инвестиционного рынка «Токио AIM» - бизнес-инкубатора для выращивания новых инвестиционных компаний и развития альтернативных торговых площадок для венчурного капитала.

Ведущие позиции Токио в мире формировались в 1955-1973 гг., когда страна переживала небывалый рост и реструктуризацию экономики («японское экономическое чудо»). Сегодня Япония является самым крупным чистым международным инвестором, занимающим 2-ое место в мире (после Китая) по объему официальных золотовалютных резервов. Вывоз капитала из страны во многом объясняется низкими процентными ставками, близкой к нулю учетной ставкой Банка Японии.

---

<sup>68</sup> Ibid.

В то же время серьезные экономические проблемы Японии являются препятствием развитию Токио и других финансовых центров страны (Осака и пр.). Главная проблема – огромный государственный долг, достигший в 2010 году 216 % ВВП, в том числе нетто долг – 117,5% ВВП. Смягчает ситуацию то обстоятельство, что этот долг в основном внутренний: более 90% гособлигаций держат национальные банки и корпорации реального сектора экономики. Более чем 10-летняя рецессия в японской экономике, вызванная разными обстоятельствами, в том числе сдуванием ценового пузыря на фондовом рынке и рынке недвижимости (кризис 1991 г.), завышенным валютным курсом иены и развитием конкурирующих экономических и финансовых центров в Тихоокеанском регионе, усугубилась кризисом 2008-2009 годов и природными и техногенными катастрофами 2011 года. Все это способствует снижению рейтингов Токио как одного из крупнейших мировых финансовых центров региона. Так, по объему торгов акциями иностранных компаний Токийская фондовая биржа в последние годы уступает фондовой бирже Тайваня. Кроме того, Токио входит в разряд одних из самых дорогих для проживания городов мира.

*Люксембург* – привлекательный оффшорный центр, сохраняющий коммерческую тайну вкладов (подобно Швейцарии). Благодаря удачному положению (центр Европы) и созданным институциональным условиям страна является местом привлечения частных капиталов и сосредоточения финансовых компаний со всего мира. На 01.04.2009 в стране действовали филиалы и дочерние структуры 152 иностранных банков из 24 стран<sup>69</sup>. Люксембург является вторым после США центром сосредоточения инвестиционных и взаимных фондов, известен развитой системой перестрахования и приват-банкинга. В Люксембурге активно развивается бизнес по управлению фондами (Fund administration). Это один из самых мощных мировых центров секьюритизации активов. В Люксембурге размещено более 9000 холдинговых компаний, а также Европейский инвестиционный

---

<sup>69</sup> Economy\_of\_Luxembourg. Wikipedia. Free Encyclopedia. [http://en.wikipedia.org/wiki/Economy\\_of\\_Luxembourg](http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_Luxembourg).

банк, который является институтом Евросоюза, созданным для осуществления долгосрочного кредитования отсталых регионов европейских стран.

Однако благодаря непрозрачному законодательству Люксембург приобрел репутацию центра по серым схемам в финансовой сфере и укрытию от налогообложения. В связи с этим на него продолжается давление со стороны руководства Евросоюза и группы G20.

**Цюрих** (Швейцария) – мировой центр с весьма развитой финансовой инфраструктурой. Преимуществом его является высокое качество жизни в стране, высокий уровень бонусов менеджеров, на которые никто не посягает (что его выгодно отличает от Лондона). Преимуществом Цюриха является сохранение тайны банковских вкладов, высокоразвитый рынок услуг по управлению имуществом (капиталом) состоятельных людей и приват-банкингу. Между тем, многие крупные банки Швейцарии оказались весьма уязвимыми к кризису 2008-2009 гг. Цюрих устойчиво входит в десятку финансовых центров по показателям институциональной и бизнес среды, доступности финансовых рынков и их развитию. Цюрих оспаривает у Лондона первенство как рынок золота.

У Цюриха такая же проблема, как у Люксембурга, – недовольство части политиков банковской тайной, которая позволяет укрываться крупным доходам от налогообложения. В 2009 году город даже попал в серый список оффшорных зон ОЭСР.

**Амстердам** – финансовый центр, чьим преимуществом является высокоразвитая пенсионная индустрия (общий пенсионный капитал составляет 746 млрд. евро, это 2-ое место в Европе) с высоким уровнем управления пенсионным капиталом<sup>70</sup>. В стране также первоклассная система денежных переводов (развита финансовая логистика), развита торговля ценными бумагами. Амстердамская фондовая биржа в настоящее время является часть Euronext.

**Дублин** – финансовый центр Ирландии, отличающийся высоким уровнем

---

<sup>70</sup> The value of Europe's International Financial Centres to the EU Economy. City of London. July 2011. P. 5.



диверсификации финансовой деятельности (финансовые услуги, инкорпоративный банкинг, страхование, торговый арбитраж), специализирующийся также на аренде воздушных судов, платежах и денежных переводах, отдельном управлении денежными потоками корпораций. В Ирландии осуществляется управление около 689 млрд. альтернативных инвестиционных фондов (41% от их общего числа в мире). Более 358 управляющих фондами (46% из Великобритании и 39% из США) разместили свои администрации или осуществляют управление из Ирландии<sup>71</sup>.

Экономические проблемы страны (уменьшение реального ВВП на 3,5% в 2008 году, 7,5% в 2009 г. и более 1% 2010 г., высокий уровень безработицы – 14%, стремительный рост государственного долга, приближающегося к 100% ВВП) являются главным препятствием его дальнейшего развития.

**Торонто (Канада)** – стремительно развивающийся финансовый центр Канады, который раньше был центром регионального значения, но недавно стал претендовать на мировой уровень. В настоящее время занимает 3-ье место среди финансовых центров Северной Америки, после Нью-Йорка и Чикаго. Является лидером в добывающей отрасли, центром сосредоточения банков, страховых компаний, паевых фондов и фирм, занимающихся ценными бумагами. Toronto's TMX Group – крупнейшая финансовая группа страны, которая управляет ведущими биржами страны (Toronto Stock Exchange и TSX Venture Exchange - организованный рынок венчурного капитала), обслуживает биржу натурального газа и электроэнергии Natural Gas Exchange (NGX) и крупнейший брокерский дом Shorcan Brokers Limited, а также владеет провайдером инвестиционных связей и коммуникаций Equicom Group Inc., и др.<sup>72</sup> На начало 2011 года совокупные активы компании составили 3,524 трлн. канадских долларов, а доход в 2010 году составил 575,5 млрд. канадских долларов<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Ibid.

<sup>72</sup> Delevingne L. 10 Emerging Financial Centers // Entrepreneur. 2010. January 7.

<http://www.entrepreneur.com/growyourbusiness/exploringnewmarkets/article204556.html>

<sup>73</sup> TMX Group. Annual Report. 2010. <http://www.tmx.com/en/pdf/TMXGroup2010AnnualReport.pdf>.

Канадский доллар оказался одной из наиболее устойчивых валют во время кризиса 2008-2009 гг., так что некоторые специалисты МВФ и других организаций даже пророчили ему перспективу резервных денег (как, собственно, китайскому юаню, южнокорейской воне, гонконгскому и австралийскому доллару). Между тем, одной из проблем экономического развития Канады является ухудшающееся состояние торгового баланса, который с 2009 года стал отрицательным, что связано с ухудшением конкурентоспособности канадских товаров в силу переоцененности национальной валюты.

**Сан-Паулу** (Бразилия) – стремительно развивающийся финансовый центр Латинской Америки. Является привлекательным местом для бизнес-туризма, где все предназначено для высокого уровня работы и отдыха. В Сан-Паулу проводятся различные международные встречи, выставки, конкурсы. Ежедневно проходит порядка 200 экономических, культурных и спортивных событий. Для конгрессов и ярмарок предназначено 250 тыс. кв.м. площади павильонов и 70 тыс. кв. метров жилой площади отелей<sup>74</sup>. К этому следует добавить рестораны, ночные клубы, музеи, художественные галереи и культурные центры и театры.

В Сан-Паулу размещено большое количество иностранных компаний, около 1500 банков. В нем работает крупнейшая фондовая биржа Латинской Америки (BM&F Bovespa), находящаяся на 10-ом месте в мире по уровню капитализации. По ВВП Сан-Паулу в 2005 году занимал 19 место в мире, в 2008 году – уже 10-ое место, а в 2025 году, по прогнозам английской международной компании Pricewaterhouse Coopers, он может оказаться уже на 6-ом месте<sup>75</sup>.

Однако развитию Сан-Паулу (как, собственно, и Рио-де-Жанейро) как международного финансового центра препятствуют существенные институциональные проблемы Бразилии, на которые указывают различные

---

<sup>74</sup> Economy of São Paulo. Wikipedia. Free Encyclopedia.  
[http://en.wikipedia.org/wiki/Economy\\_of\\_S%C3%A3o\\_Paulo](http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_S%C3%A3o_Paulo).

индексы: невысокое качество законодательства, принуждение к исполнению контрактов, низкая эффективность налоговой системы, высокие издержки ведения бизнеса и недостаточный уровень развития человеческого капитала. Кроме того, Бразилия, как и множество других стран, в последние годы столкнулась с проблемой роста государственного долга.

*Гонконг* – в настоящее время это третий в мире (после Лондона и Нью-Йорка) и первый в Азии финансовый центр международного значения. Это самый вестернизированный город Азии, еще его называют «воротами Китая».

Сегодняшнее место Гонконга обязано его истории. Город-порт Гонконг Китай потерял в результате поражения в Первой опиумной войне (1839–42 гг.), после чего вплоть до 1997 года Гонконг оставался владением Англии. Несмотря на колониальный статус, подчинение британской империи сыграло и положительную роль в развитии Гонконга, в первую очередь, город получил право беспошлинного ввоза товаров, в результате чего в него хлынули грузопотоки из всех стран мира. Далее началась индустриализация, развитие финансовой системы страны. В 1997 году Гонконг изменил статус, став специализированным районом Китая. При этом он сохраняет, согласно договору, на 50 лет самостоятельность денежно-кредитной, налоговой, таможенной систем, независимость полиции и судопроизводства. Однако после этого срока он должен полностью перейти под юрисдикцию Китая.

Конкурентные преимущества в финансовой сфере этому центру создают развитые хедж-фонды и деятельность по слиянию-поглощению, высококвалифицированные юридические услуги, услуги страхования и аудита. Гонконг уже два года подряд по размеру IPO обгоняет Нью-Йорк и Лондон. Известен своими схемами синдицированного кредитования. В Гонконге 90% ВВП производится в сфере услуг.

В этой стране в силу ее автономии очень либеральное законодательство, обеспечивающее открытость экономики для движения капиталов, трудовых и

---

<sup>75</sup> PricewaterhouseCoopers UK Economic Outlook. November 2009.  
<https://www.ukmediacentre.pwc.com/imagelibrary/downloadMedia.ashx?MediaDetailsID=1562>.

интеллектуальных ресурсов. Большим преимуществом Гонконга является также низкий уровень налогообложения. Налог на корпорации составляет 16,5%, отсутствуют налоги на капитал, НДС и налог с продаж. Налог на индивидуальный доход составляет 15% и взимается по плоской шкале<sup>76</sup>. Среди городов Азии Гонконг занимает первое место по уровню инновационного развития<sup>77</sup>.

Власти Китая периодически пытаются создать мощную финансовую альтернативу практически независимому от них Гонконгу. Первый такой вызов был брошен еще в 1980 году, когда в приграничном с Гонконгом китайском городе Шенчжень была образована первая в Китае особая экономическая зона. В Шенчжэне и сегодня функционирует второй по величине порт и вторая по величине фондовая биржа Китая (после Шанхая), банки с солидным капиталом и известные компании сферы high-tech.

Новый вызов Гонконгу как главному финансовому центру Азии был брошен Китаем в начале XXI века со стороны растущего Шанхая. Однако настоящим преимуществом Гонконга перед Шанхаем является то, что на фондовых площадках Гонконга уже достаточно развита торговля акциями иностранных компаний, опционами и фьючерсами, а его законодательство соответствует стандартам развитых стран.

*Сингапур* – город-государство, в 1965 году отделившееся от Малайзии. Сила Сингапура как финансового центра поддерживается тем, что это еще и крупный промышленный город, лидирующий по объему грузопотоков порт в юго-восточной Азии, занимающийся реэкспортом, обработкой беспошлинного сырья на экспорт и морскими грузоперевозками. В городе развита авиационная отрасль, транспортная логистика. Сингапур относится (наряду с Южной Кореей, Гонконгом и Тайванем) к разряду «азиатских тигров», демонстрировавших небывалый рост в 60-90-е годы XX века, вплоть до финансового кризиса 1997-1998 гг.

---

<sup>76</sup> Delevingne L. 10 Emerging Financial Centers // Entrepreneur. 2010. January 7.  
<http://www.entrepreneur.com/growyourbusiness/exploringnewmarkets/article204556.html>.

<sup>77</sup> Innovation cities.<http://www.innovation-cities.com/innovation-cities-top-100-index-top-cities/>.

В Сингапуре разделены внутренняя и оффшорная торговые зоны (последняя предназначена только для нерезидентов). Рынок обмена валют в Сингапуре занимает 4-ое место в мире (после Лондона, Нью-Йорка и Токио), ежедневно осуществляются сделки на сумму около 101 млрд. долл. США. Развита торговля деривативами. Также он является одним из важных мировых центров в осуществлении риск-менеджмента, первичного и вторичного страхования.

Сингапур занимает уже ряд лет 1-ое место в индексе легкости ведения бизнеса Всемирного банка и в глобальном индексе инновационного развития 2009 г., рассчитываемом совместно Бостонской консалтинговой группой, Национальной ассоциацией производителей и Институтом производства США, 3-ье место в глобальном инновационном индексе 2011 г. международного исследовательского института INSEAD (Франция) и в рейтинге глобальной конкурентоспособности 2010-11 гг. Всемирного экономического Форума (г. Давос). Сингапур лидирует в мире по официальным международным резервам в % к ВВП и на душу населения. Благоприятный инвестиционный климат привлекает иностранные капиталы. Чистые иностранные инвестиции (разница между ввозом и вывозом капитала) в стране на конец 2010 года составили 35,1% ВВП Сингапура. Это наибольшее значение среди исследуемых финансовых центров. В силу открытости экономики экспорт и импорт Сингапура превышает его ВВП.

**Шанхай** – стремительно растущий финансовый центр Азии, один из локомотивов роста китайской экономики. В Шанхае сильно диверсифицирована структура промышленности, это центр тяжелой промышленности Китая (78% всего отраслевого выпуска в 2009 году)<sup>78</sup>. В городе много различных промышленных зон.

В 2009 году правительство Китая заявило о намерении превратить Шанхай в международный финансовый центр к 2020 году, который призван

---

<sup>78</sup> Shanghai. Wikipedia. Free Encyclopedia. <http://en.wikipedia.org/wiki/Shanghai>.

занять место Гонконга<sup>79</sup>. В 2008 году в Шанхае было завершено строительство 101-ти этажный всемирного финансового центра, Shanghai World Finance Centre, где разместились офисы многочисленных зарубежных банков.

Шанхайская фондовая биржа (Shanghai Stock Exchange) является 3-ей по обороту и 5-ой по капитализации фондовой биржей мира (табл. 1). На этой бирже не только торгуются традиционные финансовые товары, но и активно осваиваются новые инструменты, в частности паи индексных фондов. Однако, несмотря на более высокую капитализацию Шанхайской фондовой биржи, по сравнению с Гонконгской, и существенно более высокий оборот, количество листингуемых компаний на ней на треть ниже, чем на Гонконгской бирже. На товарной бирже Шанхая (Shanghai Futures Exchange) осуществляются торги фьючерсами на медь, алюминий, цинк, натуральный каучук, нефть и золото. Эта биржа как по капитализации, так и по объему торгов занимает первое место в мире среди товарных бирж.

Крупная капитализация китайских банков в то же время сопровождается высокой долей госсобственности в них и их невысокой прибыльностью. Кроме того, в Китае одни и самых высоких в мире резервные требования к коммерческим банкам.

Препятствием развитию китайских финансовых центров остаются жесткость государственного регулирования, административный механизм образования валютного курса, высокая доля государственной собственности в финансовом секторе страны.

**Йоханнесбург** (ЮАР) – самый развитый финансовый центр Африки с высоким уровнем диверсификации финансовых услуг, обслуживающий крупный и быстрорастущий рынок, менее привлекательный для других центров. Отличается сильным корпоративным управлением, применением современных мировых стандартов учета, отчетности и аудита, развитым страхованием. В 2010 году по объему торгов облигациями фондовая биржа Йоханнесбурга заняла 4-ое третье место в мире, уступив только Испанской,

---

<sup>79</sup> Delevingne L. 10 Emerging Financial Centers // Entrepreneur. 2010. January 7.

Лондонской фондовым биржам и NASDAQ OMX Nordic Exchange. Препятствием развитию этого финансового центра являются: низкий уровень человеческого капитала и инфраструктуры, недостаточный доступ к розничным финансовым услугам и опасность проживания и пребывания<sup>80</sup>.

*Дубай* (ОАЭ) – бурно развивающийся финансовый, торговый и туристический центр Ближнего Востока, по темпам роста сравнимый с китайским Шанхаем. Занимает 3-е место в мире (после Гонконга и Сингапура) по объему реэкспорта. «Dubai International Financial Centre» - оффшорная зона с льготным налогообложением. Имеет независимую от ОАЭ юрисдикцию и собственное гражданское и хозяйственное законодательство, созданное Англией. Имеет собственный суд и арбитраж, судья приглашаются из других стран (Англии, Сингапура, Гонконга). Сферы деятельности: банковское дело (инвестиционный, корпоративный и частный банкинг), рынок капитала (акций, облигаций, деривативов, фьючерсов), управление активами и регистрация фондов, управление фондами и перестрахование, исламские финансы и документарное оформление и сопровождение торговых операций (back office). Налоговые ставки на доходы и прибыль корпораций составляют 0%, центр является 100%-ной зарубежной собственностью. Отсутствуют ограничения на обмен валют и репатриацию прибыли и капитала. Около 1000 вакансий в финансовой сфере занято иностранными и отечественными специалистами, проходящими непрерывное обучение<sup>81</sup>.

Существуют также препятствия развитию финансового центра в Дубае. Кроме все более настороженного отношения международных организаций к оффшорным зонам, серьезный ущерб центру нанес долговой кризис в 2008-2009 гг., от которого город до сих пор не оправился в полной мере. ВЭФ в обзоре конкурентоспособности отмечает также высокие издержки ведения бизнеса в ОАЭ и слабое раскрытие информации.

---

<http://www.entrepreneur.com/growyourbusiness/exploringnewmarkets/article204556.html>.

<sup>80</sup> Delevingne L. 10 Emerging Financial Centers // Entrepreneur. 2010. January 7.

<http://www.entrepreneur.com/growyourbusiness/exploringnewmarkets/article204556.html>.

<sup>81</sup> Dubai International Financial Centre. Wikipedia. Free Encyclopedia.

[http://en.wikipedia.org/wiki/Dubai\\_International\\_Financial\\_Centre](http://en.wikipedia.org/wiki/Dubai_International_Financial_Centre).

***Оффшорные финансовые центры*** – Нормандские острова (Джерси и Гернси), остров Мэн, Бермуды, Каймановы острова, Науру, Багамы и др. Это центры с упрощенными правилами оформления сделок, низкой стоимостью регистрации, льготным налогообложением, невысокими резервными требованиями к банкам при предоставлении кредита, гарантией конфиденциальности деятельности и проводимых операций, освобождением валютных операций от валютного контроля. Оффшорные центры, как правило, специализируются только на некоторых видах финансовой деятельности.

Претензии со стороны национальных правительств других стран и международных организаций к этим зонам те же, что и к Люксембургу, Цюриху и Дубаю. Как показал кризис 2008-2009 годов, отсутствие развитой промышленности в локализованных оффшорных зонах приводит к сильной зависимости их финансового положения от динамики глобальных рынков капитала.



## РАЗДЕЛ II. РЕГУЛИРОВАНИЕ И ФОРМИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА КАК ВАЖНЕЙШИЕ ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ МФЦ

### *4. Дружественные нормы регулирования – базис для создания благоприятной среды развития бизнеса в международном финансовом центре<sup>82</sup>*

Для того, чтобы роль Москвы как Международного финансового центра (МФЦ) - потенциального моста между рынками Запада и Востока, особенно – между финансовыми рынками стран СНГ выросла, необходимо создать благоприятную среду для развития бизнеса.

Благоприятная среда бизнеса – совокупность стимулирующих условий ведения бизнеса: социально-экономических, политических, регуляторных. Каждый фактор значим в успехе реализации такого масштабного проекта. Причём, на наш взгляд, регуляторные условия ведения бизнеса, как правило, определяют социально-экономические и политические условия, а также обеспечивают, главным образом, привлечение капитала.

Существующие ограничения по созданию МФЦ, а именно:

- низкая ликвидность рынков,
- неудовлетворительный уровень раскрытия информации,
- несовершенство регулирования финансового рынка, механизма IPO корпоративного управления;
- отсутствие рыночной инфраструктуры, рыночных свобод, льготного налогообложения - по нашему мнению, все они имеют в основе проблему несовершенства российских регуляторных норм.

Один из основных вопросов – в унификации законодательных, нормативных норм и стандартов, так как МФЦ ориентирован на клиентов вне страны, на иностранный капитал, иностранных инвесторов и посредников, а также на инструменты и активы заграничного происхождения.

Второй основной вопрос связан с тем, что государством задумывает,

---

<sup>82</sup> Бабаев С.С.

чтобы в МФЦ присутствовали все основные виды финансовых инструментов. А так как российская законодательно-нормативная база «скудна» в этой области, то можно сделать вывод, что нужен качественный скачок в развитии норм регулирования, ликвидации правовых пробелов.

Важность регуляторных условий функционирования МФЦ подтверждает и План мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации, утвержденный распоряжением Правительства Российской Федерации от 11 июля 2009 г. № 911-р: из 48-ми пунктов плана 39-ть связаны с совершенствованием законодательно-нормативной базы. Поэтому проблемы создания комфортной правовой системы для привлечения инвестиций являются приоритетной областью в мероприятиях по созданию Центра.

Причём, в случае создания МФЦ, практически невозможно ослабить негативное влияние существующих нормативных ограничений. Поэтому существует только один способ усовершенствовать регуляторную систему МФЦ - это снять ограничения путём отмены действующих норм регулирования, противоречащих международным нормам права. Для норм, поддающихся совершенствованию, требуется унификация. А также - ликвидация правовых пробелов за счет принятия новых законов.

В целом, можно выделить три приоритетные области («слабые звенья») для совершенствования регулирования, связанные с МФЦ:

- инвестиционное, корпоративное, гражданское, валютное и таможенное законодательство (регулирование рынков, финансовой инфраструктуры, рыночных инструментов, деятельности участников рынка, права миноритариев, судебная система и правоприменение, корпоративное управление, раскрытие информации и пр.);
- налоговое законодательство (ставки налогов, НДС операций, льготное, двойное налогообложение и пр.);
- стандарты (правила бухгалтерского учета, расчётов, допуска к торгам и т.д.).

Кроме того, важен «официальный» язык, используемый в МФЦ – иностранным инвесторам, эмитентам и профессиональным участникам фондового рынка важно иметь доступ к информации на английском языке. А этот вопрос, также решается на законодательном уровне.

Анализ показывает, что в настоящее время проведена большая организационно-нормотворческая работа. Приняты программные документы на правительственном уровне - Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020г., Концепция создания международного финансового центра, план мероприятий по МФЦ, Концепция продвижения России на международных финансовых рынках. Создан Международный консультативный совет по созданию и развитию МФЦ в Российской Федерации, Совет при Президенте РФ по развитию финансового рынка Российской Федерации и рабочие группы при Совете, идёт полным ходом процесс адаптации законодательства, в нормативные и иные акты.

В соответствии с Планом мероприятий федеральными органами государственной власти с декабря 2008 г. ведётся работа над законопроектами, направленными на расширение инструментария российского финансового рынка, создание конкурентоспособной инфраструктуры организованной торговли, увеличение объема долгосрочных инвестиционных ресурсов, совершенствование корпоративного законодательства и корпоративного управления, совершенствование налогообложения операций на финансовом рынке.

В частности, были приняты следующие законы:

- Федеральный закон от 30 декабря 2008г. №312-ФЗ - антирейдерский закон, направленный на противодействие корпоративным захватам, защиту прав и законных интересов участников обществ с ограниченной ответственностью и инвесторов.

- Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 315-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» и

некоторые другие законодательные акты Российской Федерации», уточнивший процедуры реорганизации кредитных организаций и открытых акционерных обществ;

- Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 320-ФЗ «О внесении изменений в статью 27.5.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», расширивший возможности для выпуска биржевых облигаций;

- Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 306-ФЗ «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием порядка обращения взыскания на заложенное имущество», направленный на совершенствование залоговых правоотношений в части механизма обращения взыскания и реализации заложенного имущества;

- Федеральный закон от 28 апреля 2009 г. № 73-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», предусматривающий механизмы снижения рисков злоупотреблений со стороны собственников и руководителей организаций в преддверии банкротства и в ходе банкротства;

- Федеральный закон от 28 апреля 2009 г. № 74-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статью 5 Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», установивший механизмы размещения и обращения в Российской Федерации иностранных ценных бумаг;

- Федеральный закон от 3 июня 2009 г. № 115-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и статью 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», предусматривающий введение в российское законодательство института акционерных соглашений с целью урегулирования корпоративных конфликтов между акционерами, вследствие ограниченности учредительных документов общества;

- Федеральный закон от 17 июля 2009 г. № 166-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)», предусматривающий возможность возникновения ипотеки в силу закона на

объекты нежилой недвижимости, построенные или приобретенные на кредитные или заемные средства, а также расширение возможностей страхования ответственности по ипотечным кредитам;

- Федеральный закон от 18 июля 2009 г. № 182-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования порядка инвестирования средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации», направленный на расширение возможностей инвестирования пенсионных накоплений граждан, не воспользовавшихся правом выбора негосударственного пенсионного фонда или управляющей компании;

- Федеральный закон от 19 июля 2009 г. № 205-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» («антирейдерский закон»), направленный на защиту прав собственности участников корпоративных отношений, предотвращение и пресечение недобросовестного использования процессуальных механизмов в корпоративных спорах;

- Федеральный закон от 25 ноября 2009 г. № 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации», направленный на совершенствование правового регулирования налогообложения финансовых инструментов срочных сделок;

- Федеральный закон от 27 декабря 2009 г. № 352-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части пересмотра ограничений для хозяйственных обществ при формировании уставного капитала, пересмотра способов защиты прав кредиторов при уменьшении уставного капитала, изменения требований к хозяйственным обществам в случае несоответствия уставного капитала стоимости чистых активов, пересмотра ограничений, связанных с осуществлением хозяйственными обществами эмиссии облигаций», направленный на пересмотр существующих ограничений относительно возможности оплаты уставного

капитала путем зачета требований к обществу, увеличение уставного капитала общества для покрытия понесенных им убытков, изменение существующих ограничений при выпуске обществом облигаций; изменение существующих последствий несоответствия уставного капитала общества стоимости его чистых активов, а также пересмотр существующих способов защиты прав кредиторов при уменьшении уставного капитала общества;

- Федеральный закон от 27 июля 2010 №244-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком», который вступит в полную силу с 2013 года. Тогда инсайдеров станут преследовать в уголовном порядке;

- Федеральный закон от 22 апреля 2010г. № 65-ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «Об организации страхового дела в Российской Федерации» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» (в части регулирования особенностей проведения процедур банкротства и мер по предупреждению банкротства финансовых организаций);

- Федеральный закон от 3 июня 2011г. №122 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статье 214.1 и 310 части второй Налогового кодекса Российской Федерации (в части упрощения выплат по ценным бумагам с обязательным централизованным хранением);

- Федеральный закон от 7 февраля 2011г. №7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности»;

- Федеральный закон от 27 июля 2010г. №208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности» - консолидированная финансовая отчетность должна составляться в соответствии с МСФО консолидированными группами, компаниями, которые эмитируют ценные бумаги, а также банками и страховыми компаниями.

Президентом Российской Федерации дано поручение Правительству обеспечить разработку и принятие плана дальнейшего развития бухгалтерского учёта и отчетности на основе МСФО, предусмотрев в нем сроки завершения работ по приведению РСБУ и отчетности в соответствие МСФО,

осуществление мер по подготовке и повышению квалификации специалистов, занятых составлением, аудитом, использованием, контролем, надзором отчётности по МСФО. Стандарты отчётности по МСФО планируется ввести в России в 2011 году. Ведётся работа по получению перевода этих стандартов на русский язык и их последующей адаптации в Российской Федерации.

При этом, так как МСФО – это только отчётность и принципы такой отчётности, они не устанавливает правила, то введение МСФО в Российской Федерации не исключает сохранения национальных стандартов отчётности: они шире, включая не только отчётность, но и учёт, применяются для различных форм финансовой деятельности или имущественных отношений и также для налогов и налогового администрирования, раздела имущества, гражданско-правовых споров, надзорной деятельности различных регулятивных структур.

Например, сохранится пруденциальный надзор Центрального банка, его принципы отличны от МСФО, надзор в страховой деятельности или в сфере финансовых рынков.

Следует отметить, что в МСФО повсеместно применяется профессиональное суждение, требующее высокой квалификации и обширной практики. Отсутствие такого опыта в России требует дополнительного времени для возможности корректного применения МСФО.

Также затруднено применение принципа справедливой стоимости, опыт определения которой в России практически отсутствует из-за неразвитости и незрелости рынков.

По планам Минфина<sup>83</sup> в ближайшие три года, в 2011-м, 2012-м, 2013 годах порядка 10–13 стандартов будут приближены или максимально совместимы с МСФО. Учитывая, что около 12–13 российских стандартов полностью совпадают с МСФО и уже в настоящее время применяются на

---

<sup>83</sup> Совещание по вопросу формирования в России международного финансового центра 4 марта 2011 года, Московская область, Горки //http://президент.рф

территории Российской Федерации, то в среднесрочной перспективе в России из 41-го стандарта МСФО в России будет применяться 22-ва - 26-ть.

В рамках оптимизации структуры федеральных органов исполнительной власти, осуществляющих функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка Российской Федерации была присоединена Федеральная служба страхового надзора к Федеральной службе по финансовым рынкам с передачей Федеральной службе по финансовым рынкам функций присоединяемой службы страхового надзора по контролю и надзору в сфере страховой деятельности и с установлением определённых возможностей для этой службы, включая функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка, за исключением банковской и аудиторской деятельности.

В решении одного из существенных инфраструктурных вопросов произошли серьёзные изменения – акционерами российских бирж РТС и ММВБ было достигнуто соглашение о слиянии. В результате должна быть создана достаточно мощная инфраструктурная организация, которая заложит основу формирования биржевой инфраструктуры МФЦ.

Параллельно с превращением Москвы в МФЦ ведётся работа по созданию интегрального биржевого пространства стран-членов Единого экономического пространства (Россия, Казахстан, Украина), членов Таможенного союза, ЕврАзЭС с целью стандартизации расчётов на местных фондовых рынках, лицензирования и доступа – в целом данная работа идёт в ключе активностей по созданию МФЦ.

В рамках реализации концепции создания в Российской Федерации МФЦ был внесен ряд изменений в Налоговый Кодекс (НК), направленных на оптимизацию порядка налогообложения доходов физических лиц от операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок. В НК была включена новая редакция положений, регулирующих налогообложение операций физических лиц с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок, что позволило, в частности:



- уточнить перечень расходов и порядок исчисления налоговой базы физических лиц по таким операциям, в том числе по операциям с ценными бумагами и инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов, полученными в результате обмена (конвертации), в порядке наследования и дарения, а также по операциям, осуществляемым в пользу физического лица доверительным управляющим;

- расширить перечень финансовых инструментов срочных сделок, расходы по операциям с которыми принимаются для целей налогообложения доходов физических лиц, полученных от операций с финансовыми инструментами срочных сделок (за счет обращающихся на организованном рынке финансовых инструментов с базисными активами, отличными от ценных бумаг и фондовых индексов, рассчитываемых организаторами торговли на рынке ценных бумаг, а также за счет не обращающихся на организованном рынке опционных контрактов);

- расширить перечень операций с ценными бумагами, расходы по которым принимаются для целей налогообложения доходов физических лиц, полученных от операций с ценными бумагами (за счет операций РЕПО и займа ценными бумагами);

- сократить число групп доходов физических лиц от операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок, налоговая база по которым определяется отдельно;

- уточнить порядок налогообложения доходов физических лиц, полученных в виде материальной выгоды при совершении операций с ценными бумагами и инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов;

- предусмотреть возможность переноса на будущие периоды убытков, полученных физическими лицами в результате совершения операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок, обращающимися на организованном рынке.

Указанные изменения не только исключили пробелы в налоговом законодательстве в отношении определенных видов операций физических лиц,

осуществляемых на финансовых рынках, и тем самым сократили неопределенность, но и предоставили более льготный по сравнению с ранее действовавшим порядок определения налоговых обязательств. Так, сокращение числа групп доходов физических лиц от операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок, налоговая база по которым определяется отдельно, а также предоставление возможности перенести на будущие периоды убытки, полученные от операций с обращающимися на организованном рынке ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок, увеличивают возможности для учета для целей налогообложения убытков физических лиц, полученных на финансовых рынках, и, соответственно, обеспечивает снижение рисков инвестиций, что будет способствовать расширению операций, совершаемых физическими лицами на финансовых рынках, и дальнейшему развитию финансовых рынков в стране.

Помимо этого, целесообразно принять ряд решений, направленных на совершенствование налогообложения при совершении операций с еврооблигациями российских эмитентов, депозитарными расписками, а также при получении и выплате дивидендов.

Действующая редакция НК не предусматривает освобождения от налога на прибыль организаций, удерживаемого у источника, при выплате дохода нерезиденту - юридическому лицу по еврооблигациям российских эмитентов, в том числе Российской Федерацией и субъектов Российской Федерации. Поэтому в настоящее время российские еврооблигации выпускаются через специально создаваемые иностранные компании (например, в Люксембурге или в Ирландии), при выплате процентов по которым налог у источника не удерживается в России в соответствии с соглашениями об избежании двойного налогообложения.

С целью повышения нейтральности налоговой системы по отношению к способу выпуска еврооблигаций предлагается ввести в законодательство о налогах и сборах освобождение от удержания налога на прибыль организаций у

источника по процентам, выплачиваемым по облигациям российских эмитентов.

В настоящее время доход, получаемый нерезидентами при реализации ценных бумаг на зарубежных биржах, не облагается налогом на прибыль в Российской Федерации. Однако доходы, полученные от реализации аналогичных ценных бумаг на российской бирже, облагаются налогом на прибыль организаций, удерживаемым у источника выплаты в Российской Федерации, в случае, если активы соответствующих эмитентов более чем на 50% состоят из недвижимого имущества. Данный факт влечет вывод оборота от торговли ценными бумагами российских эмитентов, финансовыми инструментами и производными от акций из России на зарубежные биржи.

При этом большинство российских «голубых фишек» являются компаниями ресурсного сектора, в составе активов которых недвижимое имущество, как правило, составляет более 50% стоимости всех активов.

Освобождение от налогообложения обращающихся акций компаний, более 50% активов которых состоит из недвижимости в Российской Федерации, будет стимулировать приток иностранных инвестиций на внутренний фондовый рынок. При этом ограничение указанного освобождения только обращающимися ценными бумагами позволит предотвратить злоупотребления, при которых продажа недвижимости маскируется реализацией ценных бумаг компании, которой принадлежит эта недвижимость. В этих целях предлагается внести поправки в подпункт 5 пункта 1 статьи 309 НК, отменяющие взимание налога у источника для доходов от реализации обращающихся бумаг.

Требуется законодательное урегулирование порядка налогообложения глобальных депозитарных расписок (GDR), американских депозитарных расписок (ADR), российских депозитарных расписок (РДР).

В настоящее время отсутствуют правила налогообложения операций конвертации ADR, GDR и РДР в акции и обратно - из акций в депозитарные расписки. В этой связи целесообразно внесение дополнений в статью 280 НК, устанавливающих, что при конвертации локальных ценных бумаг в

депозитарные расписки и наоборот реализации соответствующих ценных бумаг не происходит.

Поскольку ликвидность российского рынка в основном сосредоточена в данной форме бумаг, регулирование спорных вопросов в отношении указанных финансовых инструментов будет являться положительным сигналом для инвесторов.

При этом в качестве основы для поправок могут быть использованы уже выработанные практикой подходы, в том числе отраженные в разъяснительных письмах Минфина России.

В настоящее время в главе 25 НК не отражен порядок признания доходов, полученных при частичном погашении номинала ценных бумаг. В отсутствие специальных правил налогоплательщики вынуждены откладывать момент признания полученных от эмитента денежных средств в налоговом учете на неопределенный срок, что усложняет ведение налогового учета по таким ценным бумагам.

Данная проблема уже была успешно решена в отношении определения налоговой базы по операциям с ценными бумагами физических лиц после внесения изменений в статью 214.1 главы 23 НК. Предлагается внести аналогичные поправки в пункт 2 статьи 280 НК.

Предлагается решить проблему списания дебиторской задолженности при ликвидации эмитента (векселедателя).

Так, у банков есть право формировать резерв по сомнительным долгам в отношении процентов, по которым нет обеспечения. Однако по эмиссионным ценным бумагам, как правило, при утверждении проспекта эмиссии требуется наличие поручителя. При этом в случае дефолта эмитента, как правило, поручитель тоже признается банкротом. Возможность корректировки налоговой базы по процентам в отношении таких ценных бумаг отсутствует, в связи с чем профессиональные участники не могут реализовать возможность списания убытков в указанных случаях за счет резерва под обесценение ценных бумаг (статья 300 НК).

Для решения указанной проблемы предлагается в законодательном порядке разрешить налогоплательщикам признавать убытки по долговым ценным бумагам в уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль в случае банкротства эмитента (векселедателя).

В законодательстве о налогах и сборах в настоящее время отсутствует методология налогообложения налогом на прибыль дивидендов при совершении операций РЕПО, что требует внесения поправок в статьи 282, 309 - 312 НК.

В настоящее время доход должен облагаться у продавца по первой части РЕПО, при этом признаваться дивидендами и облагаться по ставкам для дивидендов. При этом для целей налогообложения под открытием короткой позиции по ценной бумаге понимается реализация (выбытие) ценной бумаги при наличии обязательств налогоплательщика по возврату ценной бумаги, полученной по первой части РЕПО или договору займа.

Поскольку отсутствует методология налогообложения дивидендов в короткой позиции, потенциально возможно двойное налогообложение одного и того же дивидендного потока.

Для решения данной проблемы следует разрешить экономическому собственнику ценных бумаг признавать дивидендный доход в налоговых целях. В статью 282 НК может быть внесено изменение, устанавливающее порядок налогообложения дивидендов при короткой позиции.

В соответствии с пунктом 1 статьи 301 НК не признается финансовым инструментом срочной сделки договор, требования по которому не подлежат судебной защите в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации. Убытки от таких договоров не учитываются при определении налоговой базы. Это накладывает существенные ограничения на возможности российских налогоплательщиков на срочном рынке. Для российской организации, не имеющей лицензии профессионального участника, невыгодно заключение срочной сделки напрямую с иностранной организацией без участия российского брокера, так как такая сделка не будет подлежать судебной защите

в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации, и соответственно убытки по ней не смогут быть учтены при налогообложении.

В связи с этим пункт 1 статьи 301 НК предполагается дополнить положением о признании финансовым инструментом срочной сделки договора, подлежащего судебной защите по применимому иностранному праву.

Внесение указанного дополнения будет способствовать развитию российского рынка деривативов, привлечению на российский рынок иностранных банков, которые принесут в Россию свои продукты, знания, опыт и технологии.

У профессиональных участников рынка ценных бумаг суммы налога на добавленную стоимость, уплаченного поставщикам, в большинстве своем полностью относятся на расходы. Таким образом, финансовые услуги российских лиц на 18% дороже, чем у иностранных конкурентов.

В целях повышения конкурентоспособности российских организаций, оказывающих финансовые услуги, может быть определен перечень конкретных услуг, оказываемых профессиональными участниками рынка ценных бумаг, которые можно освободить от налога на добавленную стоимость: брокерские, депозитарные, услуги управляющих активами, услуги андеррайтинга.

Нуждаются в совершенствовании процедуры зачета НДС для профессиональных участников рынка ценных бумаг в части определения соотношения облагаемого и необлагаемого оборота. Для устранения существующих диспропорций в расчете пропорции облагаемых и необлагаемых операций предлагается при таком расчете учитывать прибыль (доходы) соответствующего налогоплательщика, а не валовые обороты.

Подпункт 2 пункта 2 статьи 23 НК обязывает организации сообщать в налоговый орган сведения обо всех случаях участия в российских и иностранных организациях. Исполнение такой обязанности профессиональными участниками рынка ценных бумаг нуждается в корректировке, поскольку не учитывается специфика таких организаций, для которых операции с ценными бумагами являются основным видом

деятельности.

Кроме того, представление такой информации в ряде случаев не нужно и налоговым органам для целей налогового контроля.

Внесение изменений в порядок исполнения такой обязанности (например, в зависимости от процента участия, срока владения и т.п.) позволит значительно сократить административные барьеры.

Реализации задач оптимизации налогообложения финансовых инструментов срочных сделок должен способствовать принятый Федеральный закон от 25 ноября 2009 г. № 281-ФЗ «О внесении изменений в главы 21 и 25 части второй Налогового кодекса Российской Федерации».

Действующее налоговое законодательство не всегда учитывает реалии динамично развивающегося финансового рынка, что не позволяет создать режим налогообложения операций с финансовыми инструментами срочных сделок, сопоставимый с аналогичными режимами, существующими в странах с развитой финансовой системой, и препятствует совершению операций с финансовыми инструментами.

Поправки в главу 21 НК предусматривают возможность совершения операций с расчетными финансовыми инструментами, а также поставочными финансовыми инструментами без взимания НДС до момента поставки. Кроме того, уточняется порядок определения налоговой базы при реализации базисных активов финансовых инструментов срочных сделок.

Поправки в главу 25 НК исключают из налоговой базы по налогу на прибыль организаций операции с финансовыми инструментами, совершаемые клиринговыми организациями, обеспечивающими клиринг и расчеты по таким операциям. Рыночную стоимость внебиржевых финансовых инструментов предлагается определять исходя из предельных отклонений цены сделки от расчетной цены, методика расчета которой будет определяться федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Позитивным шагом к развитию финансовых операций является установление названными законопроектами одинакового режима

налогообложения для биржевых и внебиржевых финансовых инструментов и обеспечение возможности отнесения на финансовый результат убытков от таких сделок вне зависимости от того, совершены операции в целях хеджирования или нет.

При этом требуют ускорения в решении следующие вопросы в регулировании.

Например, в рамках реализации проекта по созданию в России МФЦ профессиональные участники рынка признали необходимость в создании центрального депозитария (ЦД). Необходимость создания ЦД на российском рынке обсуждается более десяти лет, однако соответствующий законопроект был внесен в Госдуму лишь в 2007 году, но так и не был принят.

Задача создания в России института стратегического инвестора представляется крайне важной, т.е. инвестора, осуществляющего долгосрочные вложения в ценные бумаги, обращающиеся на финансовом рынке. Это позволит сдерживать рост спекулятивных операций, основанных на покупке ценных бумаг с целью их продажи, и обеспечить устойчивость самого рынка, не допустить создание МФЦ офшорного типа. Цель создания института стратегического инвестора достигается путем выпуска надежных ценных бумаг, имеющих длительный срок погашения и реальное обеспечение. Для стратегического инвестора в первую очередь важны дополнительные гарантии защиты его прав со стороны государства. Эти гарантии, прежде всего, связаны с особым правовым режимом ценных бумаг крупных государственных компаний и корпораций, т.е. с объектом инвестиционных отношений на финансовом рынке. Кроме того, мерой, направленной на привлечение долгосрочных инвесторов, является совершенствование режима освобождения от налога на прибыль доходов в виде дивидендов, полученных стратегическими инвесторами.

Тематической группой по взаимодействию в банковской сфере, действующей в рамках проектной группы по взаимодействию в рамках СНГ, АзЭС и Таможенного союза в рамках ЕврАзЭС предлагаются следующие



конкретные предложения -первоочередной важности по изменению среды регулирования<sup>84</sup>:

1. Ограничить или отменить возврат НДС для экспорта продукции с минимальной долей прибавочной стоимости и одновременно ограничить или отменить обложение НДС для импорта товаров и технологий, необходимых для инновационного перевооружения национальной экономики. В отношении иностранных лиц, прибывающих в РФ на короткие сроки – ввести применение режима «тэкс-фри» (возврата НДС при вывозе приобретенных в РФ товаров).

2. Ввести дифференциацию режимов налогообложения в отношении вложений с известными (открытыми) бенефициарами - более льготный, и вложений, осуществляемых через посредников, анонимно (через номинальных собственников, через фирмы-почтовые ящики, через фонды и трасты, открываемые в странах-оффшорных зонах, и т.д. - более жесткий, в форме так называемого «налога на анонимность»).

3. Установить режим налогообложения нереализованного прироста капитала в отношении активов, перемещаемых за пределы РФ в порядке перерегистрации компании-собственника, смены резидентства владельца активов, иных форм перемещения (отчуждения) активов.

4. Установить режим льготного налогообложения для доходов, получаемых от инвестиций вложений на длительные сроки: в акции и облигации – в сроки более 3-5 лет (Мексика только что объявила о выпуске облигаций на 1 млрд. дол. США на срок в 100 лет), на банковские вклады и в другие инструменты денежного рынка – в сроки более 10-15 лет (по аналогии с пенсионными вкладами).

5. Ввести освобождение от налога для взносов в пенсионные фонды (как государственные, так и корпоративные).

6. Ввести специальный режим немедленного получения права на

---

<sup>84</sup> Информационно-аналитический доклад тематической группы по взаимодействию в банковской сфере, действующей в рамках проектной группы по взаимодействию в рамках СНГ, АзЭС и Таможенного союза в рамках ЕврАзЭС //www.mfc-moscow.com

жительство (резидентство) в РФ для иностранных лиц, инвестирующих в соответствующие суверенные фонды или в определенные инструменты МФЦ не менее определенной суммы - например, при условии вложения инвестором не менее 500 тыс. дол. США в установленные ценные бумаги, в сберегательные сертификаты или на долгосрочные банковские вклады (сроком от 5 лет и более).

Проектной группой по совершенствованию финансовой инфраструктуры и регулированию финансового рынка<sup>85</sup> подготовлены следующие предложения по совершенствованию регуляторной среды

1 Выявлены ряд недостатков регулирования размещения и обращения ценных бумаг иностранных эмитентов на территории Российской Федерации был выявлен целый ряд проблем, рассмотрение которых представляется целесообразным отдельно друг от друга.

Так, для допуска ценных бумаг иностранного эмитента к торгам, в соответствии с пунктом 6 статьи 51.1 Закона о рынке ценных бумаг, к заявлению эмитента или брокера о допуске иностранных ценных бумаг к торгам должен быть приложен проспект ценных бумаг иностранного эмитента. При этом, согласно пункту 23 указанной статьи, требования к проспекту ценных бумаг иностранных эмитентов применяются с учетом особенностей, определяемых нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

В настоящее время соответствующие «особенности», применяемые к проспекту ценных бумаг иностранного эмитента, нормативными правовыми актами регулятора установлены только для иностранных эмитентов, являющихся международными финансовыми организациями или иностранными государствами. Таким образом, корпоративные иностранные эмитенты, по сути, лишены возможности размещать в Российской Федерации свои ценные бумаги. Существует возможность подготовки проспекта ценных бумаг иностранного эмитента в соответствии со стандартами, предъявляемыми

к российскому проспекту, однако на практике это практически нереализуемо, в первую очередь, по причине необходимости отражения в проспекте ценных бумаг данных финансовой отчетности, составленной в соответствии с РСБУ.

С учетом вышеизложенного, необходимо принятие в максимально короткие сроки соответствующего приказа ФСФР России, определяющего специфику требований, предъявляемых к проспектам ценных бумаг иностранных эмитентов.

По мнению участников тематической группы возможно два способа решения данной проблемы:

1) признание переведенного на русский язык проспекта ценных бумаг иностранного эмитента, который был подготовлен для размещения на иностранном организованном рынке; либо

2) разработка требований к проспекту ценных бумаг иностранного эмитента путем установления особенностей для такого проспекта или гармонизация требований к проспекту ценных бумаг российских эмитентов с международными стандартами.

Для признания в России переведенного на русский язык проспекта ценных бумаг иностранного эмитента, который был подготовлен для размещения на иностранном организованном рынке, необходимо внесение соответствующих изменений в Положение о раскрытии информации, что не потребует большого количества времени для подготовки проекта нормативного правового акта. Следовательно, сроки реализации данного предложения могут занять около 2 месяцев.

2. Согласно пункту 21 статьи 51.1 Закона о рынке ценных бумаг, российская фондовая биржа, допустившая к торгам ценные бумаги иностранных эмитентов, обязана в порядке и сроки, которые установлены нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, раскрывать информацию о таких ценных бумагах, в том числе об их эмитентах, на иностранном языке с последующим ее

---

<sup>85</sup> Сводные материалы по результатам работы тематических групп Проектной группы по совершенствованию

переводом на русский язык. Если иностранные ценные бумаги обращаются на признаваемой иностранной бирже, информация раскрывается в том же объеме, в котором такая информация раскрывается иностранной фондовой биржей, на которой указанные ценные бумаги прошли процедуру листинга, в иных случаях информация раскрывается в объеме, установленном Законом о рынке ценных бумаги принятыми в соответствии с ним нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

В настоящее время подзаконными нормативными правовыми актами порядок и сроки раскрытия информации об иностранных ценных бумагах и их эмитентах не определен. Но даже при условии решения этой проблемы, серьезно стимулировать приток иностранных ценных бумаг на российский фондовый рынок не удастся, поскольку одной из главных является проблема перевода раскрываемой информации на русский язык. Реализация данного требования на практике будет сопряжена со значительными издержками. По экспертным оценкам, для иностранных компаний, не являющихся наиболее ликвидными инструментами на иностранных биржах, затраты на раскрытие информации на русском языке составят от 500 тыс. руб. до 1 млн. руб. в год в расчете на 1 тип/категорию ценных бумаг, а для «голубых фишек» - от 700 тыс. руб. до 1,5 млн. руб. Одновременно необходимо также учитывать, что перевод будет сделан уже после выхода соответствующей информации на иностранном языке, что фактически нивелирует ценность переведенной на русский язык информации для инвестора. Следовательно, вышеприведенные затраты иностранных эмитентов являются бессмысленными.

Участники тематической группы определили следующие возможные подходы решения проблемы:

- 1) установить особый порядок раскрытия информации иностранными эмитентами и объем, раскрываемой информации, учитывая международные стандарты раскрытия информации;
- 2) закрепить возможность регулятора дополнительно определять

перечень случаев, когда перевод на русский язык обязателен, а когда достаточно раскрытия ссылки на местонахождение информации на английском языке.

Реализация вышеуказанных предложений потребует внесения изменений в Закон о рынке ценных бумаг и Положение о раскрытии информации.

3. В соответствии с пунктом 7 статьи 51.1 Закона о рынке ценных бумаг, ценные бумаги иностранного эмитента (если данные бумаги не обращаются на признаваемой бирже) допускаются к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации по решению федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг при условии, что показатели, характеризующие уровень их ликвидности (предполагаемой ликвидности), не ниже, а показатели, характеризующие уровень их инвестиционного риска, не выше аналогичных показателей, рассчитанных по ценным бумагам соответствующих видов (категорий, типов), уже допущенных к торгам на российской фондовой бирже. Порядок расчета соответствующих показателей утвержден Приказом ФСФР России от 09.02.2010 № 10-5/пз-н «Об утверждении Положения о составе и порядке расчета показателей, характеризующих уровень ликвидности (предполагаемой ликвидности) и уровень инвестиционного риска ценных бумаг, на основании которых федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг принимается решение о допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации» (далее – приказ ФСФР России № 10-5/пз-н).

Однако фактически существующее требование является бессмысленным, по мнению тематической группы, так как никаких ограничений на выбор ценной бумаги для сравнения нет, в связи с чем, в любом случае существует возможность выбрать для сравнения ценную бумагу с нулевой ликвидностью. При этом следует учитывать цель, которую преследует законодатель при установлении соответствующего требования. Данной целью, судя по всему, является исключение возможности допуска на российский фондовый рынок

ценных бумаг эмитентов, которые могут быть использованы с целью обмана инвесторов. Очевидно, что требование пункта 7 статьи 51.1 Закона о рынке ценных бумаг не позволяет этого достичь. Также необходимо учитывать, что для российских ценных бумаг никаких аналогичных требований не существует.

Участники тематической группы считают целесообразным отменить соответствующие положения Закона о рынке ценных бумаг и признать утратившим силу приказ ФСФР России № 10-5/пз-н.

4. В соответствии с пунктом 14 статьи 51.1 Закона о рынке ценных бумаг, если ценные бумаги иностранных эмитентов не допущены к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации, то на обращение таких ценных бумаг распространяются требования и ограничения, установленные для обращения ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Данное положение значительно ограничивает возможности разных категорий инвесторов инвестировать в соответствующие иностранные инструменты. Как следствие, российские инвесторы, не являющиеся квалифицированными, не могут вкладывать денежные средства даже в наиболее ликвидные иностранные инструменты, несущие минимальные кредитные риски.

Кроме того, российское законодательство, вводя ограничения на операции с иностранными ценными бумагами, распространяет их не только на российских инвесторов, но и на иностранных инвесторов. Такое регулирование приводит к тому, что российские контрагенты при совершении сделок с иностранными финансовыми инструментами выбирают в качестве применимого права – зарубежное законодательство, либо используют всевозможные «серые» схемы, позволяющие избежать соблюдения установленного законом ограничения.

Решение указанных проблем возможно следующими способами:

1) отменить указанное ограничение, как минимум, для ценных бумаг, допущенных к торгам на признаваемых фондовых биржах (входящих в

соответствующий список, утвержденный ФСФР России);

2) исключить применение категории «квалифицированный инвестор» к иностранным инвесторам,

что потребует внесения изменений в Закон о рынке ценных бумаг.

5. В настоящее время система регулирующих и надзорных органов на финансовом рынке не однородна, излишне формализована и не учитывает мнение рынка.

Для создания МФЦ нужно построение прозрачной системы регулирования и надзора, действующей на одинаковых принципах.

Необходимо поэтапно реформировать систему регулирующих и надзорных органов на финансовом рынке, стремясь к разделению нормотворческих и правоприменительных функций.

Необходима консолидация надзора на финансовом рынке, так как деятельность в основном осуществляется финансовыми группами, включающими банки, брокерские и страховые компании.

Для построения конкурентоспособного финансового рынка в Российской Федерации необходимо создание условий для эффективной коммуникации регуляторов, саморегулируемых организаций (СРО) и участников рынка. Для выработки законодательства, которое будет отвечать актуальным потребностям рынка, при этом способствуя его развитию, представляется целесообразным рассмотреть варианты реализации механизма коллегиального принятия решений, при котором в процессе принятия решений будут принимать участие саморегулируемые организации и профессиональные участники рынка.

Для того чтобы коллегиальный орган был функциональным и эффективным в принятии решений, необходимо добиться его оптимального численного состава. При этом нужно учитывать, что, с одной стороны, его численность должна быть достаточна для учета мнений каждой из трех указанных выше сторон, а с другой стороны, численный состав не должен быть излишне «раздут», так как в этом случае оперативное принятие решений будет невозможным.

Поэтому, по мнению тематической группы, необходимо разработать проекты нормативных актов о создании коллегиального органа в ФСФР России, в состав которого будут входить представители ведомств, СРО и рынка.

Также необходимо отметить наличие аналогичных вопросов, связанных с принятием решений Комитетом по банковскому надзору Банка России. В данный Комитет входят представители Банка России, при этом мнение иных регуляторов финансового рынка не учитывается (например, ФСФР России в отношении кредитных организаций, также являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг). Также в данном органе не учитывается позиция саморегулируемых организаций и участников банковского рынка, которая могла бы повысить эффективность принимаемых Комитетом по банковскому надзору решений.

В настоящее время система надзора на финансовом рынке не однородна в различных секторах банковском, на фондовом рынке в системе страхования.

На фондовом рынке существуют следующие основные проблемы в организации пруденциального надзора.

Фрагментарность системы надзора – некоторые участники на протяжении длительного времени могут находиться в «слепой зоне», т.е. иметь минимальный уровень контроля со стороны регулятора, при этом другие участники могут находиться под постоянным надзором, несмотря на крайне низкие риски их деятельности (например, в связи с местонахождением в регионе, где очень мало профессиональных участников рынка ценных бумаг).

Требования к отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг морально устарели, в связи с чем, с одной стороны, поднадзорные организации несут издержки, связанные с необходимостью подготовки ненужной отчетности, с другой стороны, ФСФР России получает отчетность, которая не выполняет функцию по предоставлению надзорному органу информации, необходимой для осуществления эффективного надзора.

Надзор зачастую носит формальный характер.



Крайне низкая степень автоматизации процессов, связанных с организацией надзора.

Отсутствие «макроэкономического» надзора, который бы позволял учитывать не только риски отдельных участников рынка, но и системный риск, присущий финансовому рынку в целом.

Отсутствие возможности рефинансирования со стороны Банка России для профессиональных участников рынка ценных бумаг, не являющихся кредитными организациями.

Необходимость нести дополнительные издержки, связанные с анализом контрагентов, которые могли бы быть значительно снижены при наличии эффективного надзора со стороны надзорного органа.

Необходимость нести дополнительные издержки, связанные с отсутствием дифференцированных требований к размеру собственных средств, к показателям, рассчитываемых при оказании услуг по заключению маржинальных сделок.

Стимулирование участников на переход в «серые зоны» в связи с вводимыми ограничениями исходя из принципа «это теоретически можно использовать в недобросовестных целях, значит это надо запретить».

«Страх перед неизвестностью» - участники рынка не имеют достаточной информации со стороны надзорного органа о выявляемых типовых нарушениях (при этом многие нарушения часто связаны с разной трактовкой действующего законодательства), о применяемых при проведении проверок трактовках, о сферах деятельности, на которые необходимо обратить особое внимание. Результатом является то, что надзор со стороны ФСФР России фактически является карающим инструментом, а не выполняет роль инструмента предварительного контроля и не позволяет участникам рынка самостоятельно осуществлять качественный внутренний контроль, основанный на рекомендациях надзорного органа.

Российский финансовый рынок нуждается в построении системы пруденциального надзора, которая могла бы предоставить регулятору и рынку

адекватную информацию о состоянии отдельных участников и рынка в целом.

Система пруденциального надзора должна обеспечивать участникам рынка возможность получения рефинансирования в случае кризиса.

При введении нормативов пруденциального надзора необходимо отойти от использования показателя размера собственных средств (собственного капитала) как основного показателя для регулирования финансового состояния участников рынка. Требования к расчету капитала должны стать едиными для всего финансового рынка. Также должны быть разработаны обязательные нормативы, позволяющие определить качество собственного капитала, ликвидность участников финансового рынка, крупные риски.

6. По мнению тематической группы необходимо полностью пересмотреть требования к отчетности представляемой участниками рынка (может быть сделано на уровне нормативных актов ФСФР России). А также разработать предложения по внесению изменений в законодательство предусматривающих возможность получения рефинансирования всеми категориями участников финансового рынка, соблюдающими необходимые надзорные требования.

Необходимо разработать методику оценки системного риска, присущего всему рынку («макроэкономический» пруденциальный надзор), механизм сбора и обобщения цифровой информации, получаемой от участников рынка. Оценка системного риска важна как для регулятора, так и для инвесторов. Регулятору подобная информация даст четкие сигналы о наличии проблем на рынке, а инвестору позволит более надежно оценить риски своих финансовых вложений. В связи с этим регулятору необходимо разработать механизм сбора и обобщения цифровой информации, получаемой от участников рынка, а также методику оценки системного риска.

7. Решению проблемы защиты прав владельцев облигаций в значительной степени должно способствовать появление нового для российского рынка института – «общего собрания владельцев облигаций». Закон должен предусмотреть возможность разрешения споров между владельцами облигаций и эмитентом в случае неисполнения последним своих обязательств. Основным

механизмом для достижения обозначенных целей является созыв общего собрания облигационеров и придание решениям такого собрания обязательной силы в установленных законом случаях.

Необходимо определить субъектов, по чьей инициативе может проводиться собрание облигационеров. Такое собрание должно быть вправе принимать решения по вопросам об утверждении изменений и дополнений в решение о выпуске облигаций, об отказе в предъявлении требования о досрочном погашении облигаций, о предоставлении эмитенту отсрочки исполнения обязательств по облигациям, о согласовании условий прекращения обязательств эмитента перед владельцами облигаций, об избрании или замене представителя владельцев облигаций и другим вопросам. Решения общего собрания владельцев облигаций должны быть обязательными для всех владельцев облигаций, в том числе для владельцев облигаций, которые голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании.

8. Одной из задач по созданию международного финансового центра в России является формирование внутреннего спроса на инвестиции на рынке ценных бумаг за счет быстрого роста количества национальных розничных инвесторов – самых долгосрочных инвесторов. Для этого необходимо переосмысление задач индустрии рынка ценных бумаг как основного субъекта привлечения инвесторов. Одним из условий для выполнения этой задачи является индустрия посредников, одним из основных элементов которой являются инвестиционные консультанты.

Инвестиционные консультанты должны быть способны с минимальными издержками оказывать услуги населению при совершении операций с ценными бумагами, предлагать пенсионные продукты и инвестиционных паи ПИФов, действуя как агенты других компаний или независимо от них. Кроме того, создание условий деятельности для инвестиционных консультантов является способом добиться верной комбинации мер по повышению требований к посредникам с задачей сохранения уровня конкуренции и доступности

финансового рынка для населения регионов.

При этом рейтинги управляющих компаний, а также отдельных продуктов могли бы послужить основой для подбора оптимальных вариантов инвестирования средств населения, рекомендуемых финансовыми консультантами.

Необходимо на законодательном уровне ввести понятие финансовых консультантов и определить требования к их деятельности.

Инвестиционные консультанты должны подчиняться небольшим требованиям к собственным средствам или страхованию профессиональной ответственности, подчиняясь главным образом требованиям к квалификации и требованиям, препятствующим конфликту интересов, для того, что бы обеспечить их профессионализм и добросовестность. Для минимизации требований возможно освобождение инвестиционных советников от лицензирования при введении требования об обязательном членстве в СРО, которые должны следить за их деятельностью.

Регулирование деятельности инвестиционных советников должно обеспечивать функционирование самой эффективной бизнес-модели этой деятельности – как правило, малой компании со штатом, не превышающим пять человек, обслуживающая небольшое количество клиентов, но принимающая на себя заботу о различных финансовых нуждах клиентов, как-то: инвестирование текущих средств, пенсионных накоплений, страхование.

Общим требованием ко всем советникам должны быть требования о выяснении инвестиционных целей и инвестиционного профиля клиента, рекомендация финансовых продуктов в соответствии с этими целями и профилем, предупреждение о рисках.

9. Недоверие населения к рынку инвестиций, в том числе связано с низкой финансовой грамотностью населения, а также имевшими место в прошлом случаями непрофессионального отношения управляющих к клиентам. Одним из инструментов, который мог бы помочь решить обе проблемы, является институт рейтингов на рынке доверительного управления – рейтинги

управляющих компаний и отдельных инвестиционных продуктов. Подобные рейтинги есть, к примеру, в США (S&P, Morning Star, Lipper, US News, Zacks, The Street и др.). Также полезным является формирование базы данных по физическим лицам, которые управляют активами.

Рейтинг должен давать полное представление об управляющей компании/продукте, результатах управления в прошлом, облегчая инвестору понимание сути инвестиционных продуктов, их структуры и упрощая сравнение продуктов. Процедура присвоения рейтингов должна быть прозрачной и базироваться на понятной и открытой методологии. На начальном этапе рекомендуется сделать рейтинги обязательными для управляющих компаний и/или их продуктов. Это приведет к возрастанию активности населения на рынке доверительного управления и вытеснению с рынка неинтересных продуктов и ненадежных управляющих. Созданием рейтингов могут заниматься существующие рейтинговые агентства, а также саморегулируемые организации.

Другим важным улучшением рынка станет раскрытие информации о физических лицах, которые управляют активами. Информация о профессиональной истории, квалификации и прошлых достижениях позволит инвесторам отфильтровать «сомнительные» компании и в целом повысит доверие населения к рынку доверительного управления. Информация, содержащаяся в такой базе данных должна быть доступна всем заинтересованным лицам.

На начальном этапе рекомендуется сделать представление информации в базу данных обязательным до того времени пока пользователи не привыкнут получать такую информацию и не начнут требовать ее от самих компаний. Такая база может вестись регулирующим органом или саморегулируемыми организациями.

10. Создание компенсационного фонда для клиентов брокеров является важным средством защиты интересов неквалифицированных инвесторов на фондовом рынке.

В настоящее время рассматривается вопрос о создании компенсационных фондов при саморегулируемых организациях (далее – СРО) на первом этапе, однако это не исключает целесообразности создания единого компенсационного фонда (далее – Фонд), формируемого за счет платежей профессиональных участников, в случае дефицита пополняемого за счет государственного бюджета.

За счет средств Фонда должны компенсироваться убытки неквалифицированных инвесторов – граждан Российской Федерации (далее – клиенты), возникшие в результате неспособности брокеров вернуть принадлежащие клиенту денежные средства и ценные бумаги. С учетом принятых в России правил ведения учета прав на ценные бумаги и хранения денежных средств это означает – в случае отсутствия у брокера-банкрота денежных средств и ценных бумаг, которые брокер был не вправе использовать или которые занял у клиента. С учетом этого в случае, если открытие счета депо не связано с оказанием брокерских услуг, клиенты не должны иметь возможности претендовать на компенсации.

По оценкам НАУФОР, большая часть сумм денежных средств, находящихся на специальных брокерских счетах и стоимость ценных бумаг, находящихся на счетах депо одного гражданина, без учета счетов граждан, которые приобрели ценные бумаги в результате так называемых «народных IPO», составляет от 300 тыс. до 600 тыс. рублей.

Компенсация должна выплачиваться в размере 100% суммы активов, но не более 600 тыс. рублей. Сумма компенсации не может превышать указанную сумму, даже если гражданину открыто несколько счетов у одного брокера. Однако, если гражданин имеет счета у нескольких брокеров, по каждому из них ему гарантируются компенсации.

Для целей выплаты компенсации ценные бумаги должны оцениваться по рыночной стоимости на момент наступления страхового случая.

Источники формирования Фонда

1) страховые взносы брокеров, оказывающих услуги,

неквалифицированным инвесторам;

2) доходы от инвестирования средств фонда;

3) штрафы, взысканные СРО, объединяющей брокеров, возможно, штрафы, взысканные ФСФР России;

4) возможно часть членских взносов в СРО и иные платежи;

5) государственные средства;

в случае дефицита Фонда государство должно компенсировать соответствующий дефицит за счет бюджета. На этапе формирования Фонда желательным является внесение государством первоначального взноса до необходимого размера Фонда.

Определение размера Фонда является важной задачей для того, чтобы его формирование не было бы чрезмерной нагрузкой на профессиональных участников рынка ценных бумаг и их клиентов, что может отрицательно сказаться на привлекательности инвестиций в ценные бумаги для населения, и при этом он должен быть устойчив без постоянной поддержки государства. Размер Фонда зависит от вероятности возникновения оснований для выплаты компенсаций, которая требует разработки специальной модели. В целом, Фонд должен составлять не менее 5-10% размера максимальных гарантий (вероятность компенсации всем розничным неквалифицированным клиентам всех брокеров).

При формировании Фонда предлагается исходить из возможности его формирования до желательного размера в течение 5 лет. С учетом подходов к размерам страховых взносов (см. выше) это влияет на долю участия государства, которое является желательным в виде первоначального взноса.

Администратором Фонда может быть отдельная организация, однако возможно его управление и АСВ, которая доказала свою способность решения соответствующих задач для банковского сектора. Администратор Фонда должен приобретать права требования по отношению к брокеру, клиенту которого он выплатил компенсацию, в размере такой выплаты.

Создание Фонда является частью более общей концепции риск-

ориентированного надзора, в котором должны участвовать ФСФР России и СРО. Как часть общей концепции создание Фонда тесно связано с введением нормативов достаточности капитала и иных правил управления рисками.

Регулятор должен иметь право регулировать функционирование деятельности Фонда и осуществлять контроль за ней. СРО в меньшей степени, чем государственный регулятор заинтересованы в финансовой устойчивости своих членов, поэтому помимо контроля за соблюдением требований к финансовой устойчивости брокеров, установленных государственным регулятором, заинтересованы устанавливать более строгие или дополнительные, иногда, в отличие от государственного регулятора, оценочные требования к организации системы управления рисками и иные требования риск-ориентированного характера, и осуществлять контроль за их соблюдением. СРО могут быть поставщиками информации для Фонда о финансовом положении своих членов, а также применять корректирующие действия в случае возникновения риска финансовой нестабильности.

11. В соответствии со ст.1062 ГК РФ требования по сделкам в отношении ряда базисных активов подлежат судебной защите в случае, если хотя бы одной из сторон сделки является «юридическое лицо, получившее лицензию на осуществление банковских операций или лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

Отсутствие судебной защиты трансграничных сделок с российскими компаниями, не являющимися банками или профессиональными участниками, приводит к тому, что российские компании не всегда могут эффективно хеджировать свои риски по договорам финансирования (синдицированным кредитам, еврооблигационным выпускам и т.д.), так как мало кто из российских банков может заключить сделку типа процентный своп или кроссвалютный своп с компанией типа ОАО «Газпром» без нарушения ряда нормативов, установленных ЦБ РФ (например, норматива Н6, устанавливающего максимальный размер риска на одного заемщика). Поэтому необходимо внесение дополнений в ст.1062 ГК РФ, направленных на предоставление



судебной защиты по сделкам, заключенным между иностранным банком или иностранным профессиональным участником рынка ценных бумаг, с одной стороны, и российской компанией, не являющейся банком или профессиональным участником, с другой стороны.

12. Ст.161 ГК РФ требует заключения сделок между юридическими лицами в письменной форме, при этом несоблюдение письменной формы при заключении внешнеторговой (трансграничной) сделки влечет ее недействительность (ст.162 ГК РФ).

При этом, в мировой практике большинство сделок с производными финансовыми инструментами заключается по телефону или по системам Reuters Dealing, Blumberg или SWIFT. Поэтому необходимо законодательное закрепление положения о том, что заключение трансграничных сделок по электронным системам связи признается письменной формой сделки – внесение соответствующих изменений в ГК РФ и ФЗ «О рынке ценных бумаг».

13. В соответствии со ст. 7 ФЗ «О бухгалтерском учете», без подписи главного бухгалтера финансовые и кредитные обязательства считаются недействительными и не должны приниматься к исполнению.

Очевидно, что указанное требование в рамках любой крупной организации на практике является абсолютно невыполнимым.

Контрагенты российских компаний несут риски, связанные с потенциальной недействительностью сделок, подтверждения по которым не подписаны главным бухгалтером.

Поэтому следует отменить необходимость подписи главного бухгалтера на финансовых документах при совершении сделок на рынке ценных бумаг путём внесения соответствующие изменения в ФЗ «О бухгалтерском учете».

14. ФЗ «Об акционерных обществах» и ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» устанавливают требования об одобрении «крупных» сделок, т.е. сделок по отчуждению активов, стоимость которых составляет 25% или более стоимости активов компании.

Однако, остается неясным, каким образом считать стоимость

производных финансовых инструментов: по номинальной стоимости, рыночной стоимости или какой-либо другой.

Необходимо установить порядок определения стоимости производных финансовых инструментов для цели одобрения крупных сделок - внести соответствующие изменения в ФЗ «Об акционерных обществах» и ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

15. В соответствии с Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 09.10.2007 № 07-102/пз-н, при прохождении процедуры листинга облигаций, предъявляются требования:

- о ежемесячном объеме сделок, заключенных на фондовой бирже с облигациями, за последние 3 месяца,
- о сроке существования эмитента и отсутствии у него убытков по итогам 2 лет из последних 3 лет.

Облигации эмитента могут быть включены в котировальный список без соблюдения требования о минимальном ежемесячном объеме сделок, если акции этого эмитента уже включены в этот котировальный список или котировальный список более высокого уровня.

Таким образом, установлены значительные препятствия для прохождения процедуры листинга по облигациями, эмитентом которых является вновь созданное юридическое лицо.

В тоже время, существующее регулирование не стимулирует эмитентов задействовать при выпуске облигаций механизмы, направленные на повышение кредитного качества выпускаемых облигаций.

Представляется, что механизмами, направленными на повышение кредитного качества выпускаемых облигаций, могут быть:

наличие по облигациям поручителя, имеющего необходимую кредитную историю,

наличие у эмитента и (или) поручителя достаточно высокого кредитного рейтинга.

Кроме того, полагаем обоснованным для целей включения облигаций в котировальный список учитывать факт обращения на организованном рынке не только акций, но и облигаций эмитента и (или) поручителя.

Поэтому необходимо внести следующие изменения в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное приказом ФСФР России от 09.10.2007 № 07-102/пз-н.

При включении облигаций в соответствующий котировальный список не учитывать ежемесячный объем сделок, заключенных на фондовой бирже с облигациями, за последние 3 месяца, срок существования эмитента и факт отсутствия у него убытков по итогам 2 лет из последних 3 лет в одном из следующих случаев:

- если акции и (или) облигации этого эмитента и (или) поручителя уже включены в этот котировальный список или котировальный список более высокого уровня;
- если эмитенту и (или) поручителю рейтинговыми агентствами Fitch-Ratings, Standard & Poor's, Moody's Investors Service либо национальным рейтинговым агентством, аккредитованным в порядке установленном законодательством РФ, присвоен кредитный рейтинг, равный или уступающий не более одного уровня суверенному рейтингу России, присвоенному этим же рейтинговым агентством.

16. Открытие и ведение счетов в драгоценных металлах является одним из обязательных элементов осуществления кредитными организациями операций по привлечению во вклады драгоценных металлов.

Однако отсутствие на законодательном уровне понятия «металлический счет», равно как и неопределенность его правового статуса («металлический счет» не является банковским счетом), создает значительные риски.

В настоящее время операции, базовым активом которых являются драгоценные металлы, регулируются на уровне общих норм гражданского законодательства и отдельных подзаконных нормативных актов.

Необходимо устранение указанных пробелов путем системного и

комплексного регулирования отношений, возникающих между кредитными организациями и их клиентами при привлечении драгоценных металлов во вклады. Поэтому необходимо внести изменения в ГК РФ, направленные на признание договора банковского вклада и договора банковского счета в драгоценных металлах в качестве самостоятельных видов гражданско-правовых договоров с однозначно определенными:

- предметом;
- правами и обязанностями сторон;
- условиями внесения драгоценных металлов во вклад и их возврата и т.д.

Необходимо внести изменения в ст.5 ФЗ «О банках и банковской деятельности»:

- перечень банковских операций с драгоценными металлами должен быть сформулирован по аналогии с банковскими операциями с денежными средствами;
- следует определить, что банковские операции в драгоценных металлах осуществляются с аффинированными драгоценными металлами в слитках или с драгоценными металлами, учитываемыми на банковских счетах в драгоценных металлах.

Конкретизации требует ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» в части:

- установления порядка определения размера денежных обязательств кредитной организации, вытекающих из соответствующих видов договоров, при отзыве у кредитной организации лицензии;
- предоставления АСВ полномочий конкурсного управляющего кредитных организаций, имевших лицензию ЦБ РФ на привлечение драгоценных металлов физических лиц во вклады.

Необходимо внести изменения в НК в части установления механизма взыскания налогов и иных обязательных платежей со счетов в драгоценных металлах.

17. Существующие в настоящее время в России регуляторные требования к проспектам ценных бумаг не позволяют предложить инвесторам, в том числе иностранным инвесторам, документ соответствующий их ожиданиям в части наличия в нем информации, необходимой для принятия инвестиционного решения. В первую очередь, это обусловлено несоответствием требований, предъявляемых российским законодательством к проспектам ценных бумаг, требованиям, обычно предъявляемым к аналогичным документам на развитых финансовых рынках. Поэтому эмитенты с целью привлечения инвесторов помимо подготовки проспекта ценных бумаг по российским стандартам вынуждены параллельно готовить проспект, соответствующий международным стандартам (например, стандартам Европейского союза).

Большое количество нареканий у инвесторов вызывает и использование в раскрываемой эмитентами информации финансовой отчетности, составленной на основании российских стандартов бухгалтерской отчетности (РСБУ). Указанная отчетность является нерепрезентативной для целей принятия бизнес - решений, а, следовательно, значительно снижает привлекательность российских ценных бумаг по сравнению с аналогичными иностранными финансовыми инструментами.

Участники тематической группы также отмечали громоздкость существующих в России процедур эмиссии ценных бумаг, в том числе длительность сроков государственной регистрации выпусков ценных бумаг и необходимость государственной регистрации отчета об итогах выпуска. Так, в настоящее время государственная регистрация выпуска ценных бумаг занимает 30 - 60 дней, а отчетов об итогах выпусков ценных бумаг - от 15 дней. Все это увеличивает сроки привлечения денежных средств на российском фондовом рынке и увеличивает связанные с таким привлечением средств финансовые затраты, делая тем самым наш финансовый рынок неконкурентоспособным по отношению к признанным международным финансовым центрам.

Таким образом, следует признать, что регулирование процедуры эмиссии ценных бумаг нуждается в пересмотре. Представляется, что решение указанных

проблем возможно путем внесения изменений в Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг), Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 10 октября 2006 года № 06-117/пз-н (далее – Положение о раскрытии информации) и Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные Приказом ФСФР России от 25.01.2007 года № 07-4/пз-н (далее - Стандарты), следующего характера:

1) введение возможности раскрытия отчетности (годовой, полугодовой, квартальной) в соответствии с требованиями международных стандартов финансовой отчетности (МСФО). Альтернативным вариантом может стать включение в ежеквартальный отчет и проспект ценных бумаг анализа отчетности, составленной в соответствии с требованиями МСФО (расчет коэффициентов);

2) сокращение сроков государственной регистрации выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпусков ценных бумаг, а также уменьшение объема предоставляемой для государственной регистрации информации;

3) увеличение срока размещения ценных бумаг с даты государственной регистрации выпуска ценных бумаг;

4) замена регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг, размещаемых путем открытой подписки, на уведомление об итогах размещения выпуска ценных бумаг, направляемое биржей в регистрирующий орган;

5) гармонизация требований, предъявляемых российским законодательством к проспекту ценных бумаг и ежеквартальному отчету эмитента, с международными стандартами, применяемыми при подготовке соответствующих документов;

б) исключить обязанность эмитента предоставлять ежеквартальный отчет в регистрирующие органы на бумажном носителе, оставив обязанность его предоставления только на электронном носителе.

На тематической группе было принято решение о целесообразности

реализации всех вышеуказанных предложений.

18. Помимо вышеизложенных проблем, участниками тематической группы среди наиболее острых проблем были обозначены отсутствие в российском законодательстве специального режима защиты от банкротства для ипотечных агентов и института счетов эскроу. Соответствующие пробелы в российском законодательстве существенно повышают юридические риски для инвесторов в ипотечные ценные бумаги, препятствует расширению базы инвесторов в данные инструменты за счет зарубежных компаний, обладающих значительным объемом долгосрочных ресурсов, а также не позволяет исключить риск смешения денежных средств при обслуживании ипотечных ценных бумаг, что снижает инвестиционную привлекательность последних.

При этом было отмечено, что решение указанных проблем уже предусмотрено проектом Федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации (в части регулирования секьюритизации финансовых активов)», который в 2009 году уже принят Государственной Думой РФ в 1 чтении. В связи с этим представляется целесообразным для решения проблем, связанных с секьюритизацией ипотечных активов и формированием рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации, оказать всемерную поддержку при рассмотрении данного законопроекта в Государственной Думе РФ и Совете Федерации РФ.

19. В настоящее время около 1,2 (1209) тыс. юридических лиц в России имеют лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности (по данным НАУФОР). Из них 383 компании имеют лицензии на осуществление брокерской, дилерской деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами, а 544 компании имеют лицензии на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами и депозитарной деятельности. Число российских компаний, осуществляющих хранение активов (совмещающих свою деятельность с депозитарной), составляет почти 60% от

общего числа компаний, обладающих лицензией на предоставление брокерских услуг. Число российских брокеров, осуществляющих исполнение поручений (учитывая, что участниками торгов ФБ ММВБ или ФБ РТС в настоящее время являются около 700 компаний) составляет 58% от общего числа компаний, обладающих брокерскими лицензиями.

Численность индустрии, которая до конца 2008 г. росла, с 2008 г. постепенно уменьшается (на 335 компаний к 1 февраля 2011 г.).

Ситуация выглядит более остро в регионах России, где и без того недостаточное количество компаний продолжает заметно снижаться. В настоящее время в Москве сосредоточено 67% всех профессиональных участников.

Также неуклонно сокращается количество регистраторов. В соответствии с требованиями ФСФР профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг с июля 2011 г. должны будут поддерживать размер собственных средств на уровне не менее 150 млн руб (100 млн руб – в настоящее время).

Полагаем, что такие требования к собственному капиталу являются завышенными и увеличивают и без того высокие административные барьеры для выхода на рынок регистраторских услуг.

Необходимо внести изменения в федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», устанавливающие дифференцированный подход к регулированию дилеров и компаний, оказывающих услуги по доступу на фондовый рынок, в зависимости от выполняемых ими операций и связанных с ними рисками. Это предполагает установление нового баланса между регулятивной нагрузкой и услугами, оказываемыми профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Тематической группой предложены следующие изменения в регулировании индустрии компаний, обеспечивающих доступ к финансовому рынку:

- 1) введение нового вида профессиональной деятельности на рынке



ценных бумаг – инвестиционное консультирование;

2) пересмотр регулирования дилерской деятельности, создающий возможность ее осуществления без совмещения с брокерской деятельностью;

3) соответствие регулятивной нагрузки на компании (в комплексе – требования к минимальным собственным средствам, риск-ориентированные нормативы, требования к корпоративной структуре, деятельности и отчетности), оказывающие брокерские услуги и услуги по управлению ценными бумагами, услугам, которые они оказывают, и соразмерность такой регулятивной нагрузки рискам, с которыми сопряжено оказание соответствующих услуг.

Помимо этого необходимо учитывать в регулировании последние мировые тенденции: усиление роли государства в регулировании финансовых рынков.

Так, в 2010 г. По данным Правительство Великобритании обнародовало планы по упразднению неправительственного ведомства - Управления по финансовому регулированию и надзору (Financial Services Authority) и передаче его функций Банку Англии и ряду других государственных органов<sup>86</sup>.

Об усилении государственного регулирования финансовых рынков свидетельствует реформа, проводимая в настоящее время в США в связи с преодолением глобального финансового кризиса. Президент США Б. Обама 21 июля 2010 г. подписал Закон Додда-Франка о реформе институтов Уолл Стрит и защите потребителей (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), которым предусмотрено создание Совета по контролю за финансовой стабильностью. Этот орган должен выполнять важную функцию контроля за системным риском и финансовыми холдингами, с тем чтобы не повторилась ситуация, связанная с банкротством крупнейших компаний - участников финансового рынка. Председателем Совета является руководитель

---

<sup>86</sup> Хабриева Т.А., Доронина Н.Г. Создание международного финансового центра: системный подход к решению правовых проблем//Журнал российского права, 2010, №11

Федерального казначейства, а его членами - ключевые регуляторы финансового рынка, включая Комиссию по рынку ценных бумаг (SEC)<sup>87</sup>.

Следует остановиться и на международном аспекте регулирования финансового рынка. Деятельность регулирующих органов на финансовом рынке в условиях глобализации во многом определяется специализированными международными организациями, создаваемыми на уровне межведомственных договоров. В работе таких организаций, как Международная организация комиссий по рынку ценных бумаг (IOSCO - International Organization of Securities Commissions), Банк международных расчетов (BIS - Bank of International Settlements), Международная ассоциация по свопам и производным инструментам (ISDA - International Swaps and Derivatives Association), Международная ассоциация по рынкам ценных бумаг (ISMA - International Securities Market Association), принимают участие и российские регулирующие органы соответствующего профиля. Как видно, в вопросах международного сотрудничества существует специализация международных организаций по вопросам управления соответствующим сегментом рынка. Поэтому создание в России единого мегарегулятора может негативным образом отразиться на качестве связи регулирующего органа с международной организацией соответствующего профиля<sup>88</sup>.

##### ***5. Перспективы интеграции России в трансграничные потоки капитала на основе создания международного финансового центра: политэкономический аспект***

Создание международного финансового центра в Москве превратилось в одно из важных перспективных направлений государственной финансовой политики России. Однако, за внешней привлекательностью самой идеи формирования центра зачастую кроется отсутствие тщательного макроэкономического анализа предпосылок для реализации столь масштабного

---

<sup>87</sup> Хабриева Т.А., Доронина Н.Г. Создание международного финансового центра: системный подход к решению правовых проблем//Журнал российского права, 2010, №11

проекта, критического переосмысления опыта прочих стран в построении МФЦ. На наш взгляд, наименее проработанными остаются вопросы, связанные с оценкой последствий будущей интеграции России в международные финансовые потоки на базе МФЦ, модификации ее роли и места в трансграничном движении капитала. За рамками дискуссии остаются действующие качественные и количественные пропорции трансграничных потоков товаров, услуг и капитала на основе платежного баланса Российской Федерации. Постараемся дать анализ этим сторонам проблемы создания международного финансового центра в Москве.

Ключевым моментом с точки зрения осознания целей и перспектив создания международного финансового центра в Москве является осознание роли и места России в системе международного движения капитала. Сперва охарактеризуем ситуацию с трансграничными потоками капитала в странах, где находятся старейшие и наиболее крупные «финансовые хабы».

Как видно из представленной ниже таблицы 8, Франция (Париж), Италия (Рим), Соединенное Королевство (Лондон) и США (Нью-Йорк) имеют хроническое отрицательное сальдо текущих операций. Несмотря на это названные страны выступают крупнейшими экспортерами капитала на международные рынки.

---

<sup>88</sup> Хабриева Т.А., Доронина Н.Г. Создание международного финансового центра: системный подход к решению

Таблица 8.

Динамика основных компонентов платежных балансов стран – крупнейших международных финансовых центров

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Флоридия	Текущий счет	11,0	-10,3	-13,0	-26,6	-54,8	-51,9
	Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-4,4	-8,8	40,3	42,8	29,0	93,6
	Финансовый счет (органов государственного управления)	122,2	83,5	23,4	48,5	290,0	135,1
	Финансовый счет (операции частного сектора), в т.ч.:	-128,5	-92,9	17,2	-8,1	-262,0	-41,9
	<i>Прямые инвестиции за границу</i>	-56,9	-113,8	-111,4	-167,1	-165,2	-147,1
	<i>Иностранные прямые инвестиции</i>	32,8	85,0	71,8	98,3	64,6	60,0
Франция	Текущий счет	128,0	142,8	189,1	254,6	246,1	165,5
	Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-152,5	-166,2	-223,7	-300,9	-287,4	-174,4
	Финансовый счет (органов государственного управления)	36,9	62,2	84,3	-106,6	-12,8	26,9
	Финансовый счет (операции частного сектора), в т.ч.:	-189,9	-226,6	-307,7	-194,4	-274,4	-201,1
	<i>Прямые инвестиции за границу</i>	-20,0	-77,0	-119,2	-163,7	-137,2	-60,1
	<i>Иностранные прямые инвестиции</i>	-9,8	46,5	56,6	77,3	26,8	39,2
Италия	Текущий счет	-16,5	-29,7	-47,8	-51,6	-78,1	-66,2
	Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	10,5	26,9	33,3	40,9	82,5	30,0
	Финансовый счет (органов государственного управления)	2,8	133,5	11,7	-30,9	121,1	40,8
	Финансовый счет (операции частного сектора), в т.ч.:	5,5	-108,2	19,3	68,6	-39,7	-11,8
	<i>Прямые инвестиции за границу</i>	-19,2	-40,8	-42,5	-92,1	-42,9	-43,7
	<i>Иностранные прямые инвестиции</i>	16,8	19,6	39,0	40,0	15,4	29,0
Соединенное королевство	Текущий счет	-45,4	-59,4	-82,0	-71,1	-41,2	-37,1
	Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	57,6	55,4	79,4	57,7	47,1	76,3
	Финансовый счет (органов государственного управления)	9,9	69,2	87,7	0,8	-151,1	98,8
	Финансовый счет (операции частного сектора), в т.ч.:	44,0	-16,6	-10,1	51,7	192,1	-27,6
	<i>Прямые инвестиции за границу</i>	-93,9	-80,8	-85,6	-328,1	-163,1	-42,9
	<i>Иностранные прямые инвестиции</i>	57,3	177,4	154,1	202,1	93,5	72,9
Япония	Текущий счет	172,1	165,8	170,5	210,5	156,6	142,2
	Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	17,7	-127,6	-107,1	-191,3	-178,1	-135,1
	Финансовый счет (органов государственного управления)	95,1	73,4	85,3	153,2	97,0	-164,5
	Финансовый счет (операции частного сектора), в т.ч.:	-72,6	-196,1	-187,7	-340,4	-269,6	34,3
	<i>Прямые инвестиции за границу</i>	-31,0	-45,4	-50,2	-73,5	-130,8	-74,6
	<i>Иностранные прямые инвестиции</i>	7,8	3,2	-6,8	22,2	24,6	11,8
США	Текущий счет	-630,5	-747,6	-802,6	-718,1	-668,9	-378,4
	Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	532,6	699,7	805,0	638,7	588,7	268,1
	Финансовый счет (органов государственного управления)	382,0	247,0	216,4	215,8	380,0	1 073,1
	Финансовый счет (операции частного сектора), в т.ч.:	147,5	439,6	590,4	422,5	202,7	-804,8
	<i>Прямые инвестиции за границу</i>	-316,2	-36,2	-244,9	-414,0	-351,1	-268,7
	<i>Иностранные прямые инвестиции</i>	146,0	112,6	243,2	271,2	328,3	134,7

Источник: International Financial Statistics, 2010.

Столь противоречивое место лидеров мирового хозяйства в системе международного движения капитала объясняется формированием масштабных инвестиционных ресурсов за счет привлечения иностранного капитала. Основной формой импорта иностранного капитала в крупнейшие международные финансовые центры выступают заимствования по линии государственного сектора – это размещение среди иностранных инвесторов правительственных и казначейских облигаций, векселей, нот и т.д. За счет крупного внешнего финансирования развитым странам удастся не только покрывать многолетний дефицит текущего счета, но и финансировать вывоз капитала.

Несколько особняком в данной модели стоят хозяйства Японии (Токио) и Германии (Франкфурт). Эти страны хотя и имеют длительный профицит текущего счета, также активно привлекают капитал из-за рубежа по линии государственного сектора. Аналогично вышеперечисленным развитым странам масштабные ресурсы, аккумулируемые как за счет положительного итога внешней торговли, так и за счет ввоза иностранного капитала Германия и Япония экспортируют за рубеж.

Однако далеко не всем странам удастся использовать данную модель. Возможность привлечения иностранного капитала лидерами мирового хозяйства обусловлена их особым положением на международном рынке: здесь размещаются как официальные резервные активы развивающихся стран (международные резервы), так и авуары частного сектора. В этом смысле статус состоявшихся МФЦ является уникальным, он формировался в течение десятилетий укоренения в международном обороте традиций ведения операций с резервными валютами, создания международной нормативно-правовой базы, выраженной в закреплении на уровне Статей соглашения МВФ и прочих международных организаций требования хранить резервы исключительно в финансовых инструментах, номинированных в резервных валютах и т.д.

Примечательно, что субъектом экспорта инвестиций МФЦ, расположенных в странах-лидерах мирового хозяйства выступают в

подавляющем большинстве частные компании и банки, а сами инвестиции носят характер долгосрочных прямых вложений. Это позволяет сделать вывод о том, что в современных международных финансовых центрах осуществляется трансформация относительно дешевых капиталов, привлеченных в низкодоходные первоклассные государственные финансовые инструменты развитых стран, - в долгосрочные инвестиции, направляемые в наиболее прибыльные и перспективные проекты по всему миру. Основной целью данной трансформации на наш взгляд выступает как создание страна Ядра мирового хозяйства долгосрочных источников получения инвестиционных доходов, так и завоевание хозяйственного контроля на формирующихся рынках.

Таким образом Центру экономической силы удалось создать уникальную схему завоевания экономической власти над наиболее инвестиционно-привлекательными компаниями и банками развивающихся стран. Ее суть состоит в использовании для экспансии на формирующиеся рынки ресурсов, предоставленных сами же формирующимися рынками. В центре данной схемы расположены МФЦ, выступающие одновременно как точкой притяжения временно-свободных капиталов, образующихся на Периферии мирового хозяйства, так и центрами размещения активов резидентами развитых стран на формирующихся рынках: анализ структуры финансовых рынков, функционирующих на основе МФЦ свидетельствует, что здесь размещаются и обращаются не только облигационные займы самих развитых стран, но и акции наиболее крупных компаний развивающихся государств. Так, проведение IPO, обращение АДР и ГДР инвестиционно-привлекательных компаний развивающихся стран стало нормой для Лондонского, Нью-Йорского, Токийского, Франкфуртского рынков. Столь высокая концентрация операций по управлению капиталом позволяет лидерам мирового хозяйства в одном и том же финансовом узле концентрировать многочисленные сделки, связанные как с привлечением иностранных капиталов, так и с их размещением от своего имени на развивающихся рынках, мгновенно реагируя на изменение международной конъюнктуры.

Заслуживает внимания генезис трансформации привлеченного иностранного капитала в вывоз инвестиций развитых стран за рубеж, происходящий в крупнейших МФЦ. Как было упомянуто выше, по сути масштабный приток иностранных инвестиций на рынки лидеров мирового хозяйства связан с использованием государственным механизмов: ресурсы привлекаются в первоклассные, подтвержденные силой и властью государства инструменты – облигации, казначейские векселя и ноты, спрос на эти инструменты со стороны формирующихся рынков стимулируется посредством правовых механизмов международных финансовых организаций, то есть опять же связан с усилиями государств, на территории которых находятся МФЦ. В то же время иностранные инвестиции развитых стран – основной способ использования привлеченных с международного рынка средств – осуществляются почти исключительно частным сектором. Это позволяет выдвинуть тезис о том, что в основе как создания схемы трансформации привлекаемых иностранных ресурсов в зарубежные инвестиции – в целом, так и создания МФЦ – в частности, лежат интересы финансовой олигархии развитых стран, которые, используя государственно-правовые рычаги в собственных целях, создают предпосылки для притока иностранного капитала, впоследствии, через бюджетные механизмы, распоряжаются ими для приобретения хозяйственного контроля по всему миру.

С феноменом создания крупнейших МФЦ связана одна их важнейших системообразующих черт международных финансовых центров: трансграничные операции в них осуществляются преимущественно в собственной национальной валюте государств, на территории которых они расположены. Для обслуживания масштабных трансграничных потоков, таким странам и союзам, как США, Великобритания, Япония, ЭВС нет необходимости проводить дополнительные конверсионные операции: валютой облигационных займов, равно как и валютой, в которой номинированы инвестиции этих стран за рубеж являются их собственные деньги, имеющие международно-признанный статус. Столь уникальная возможность обусловлена

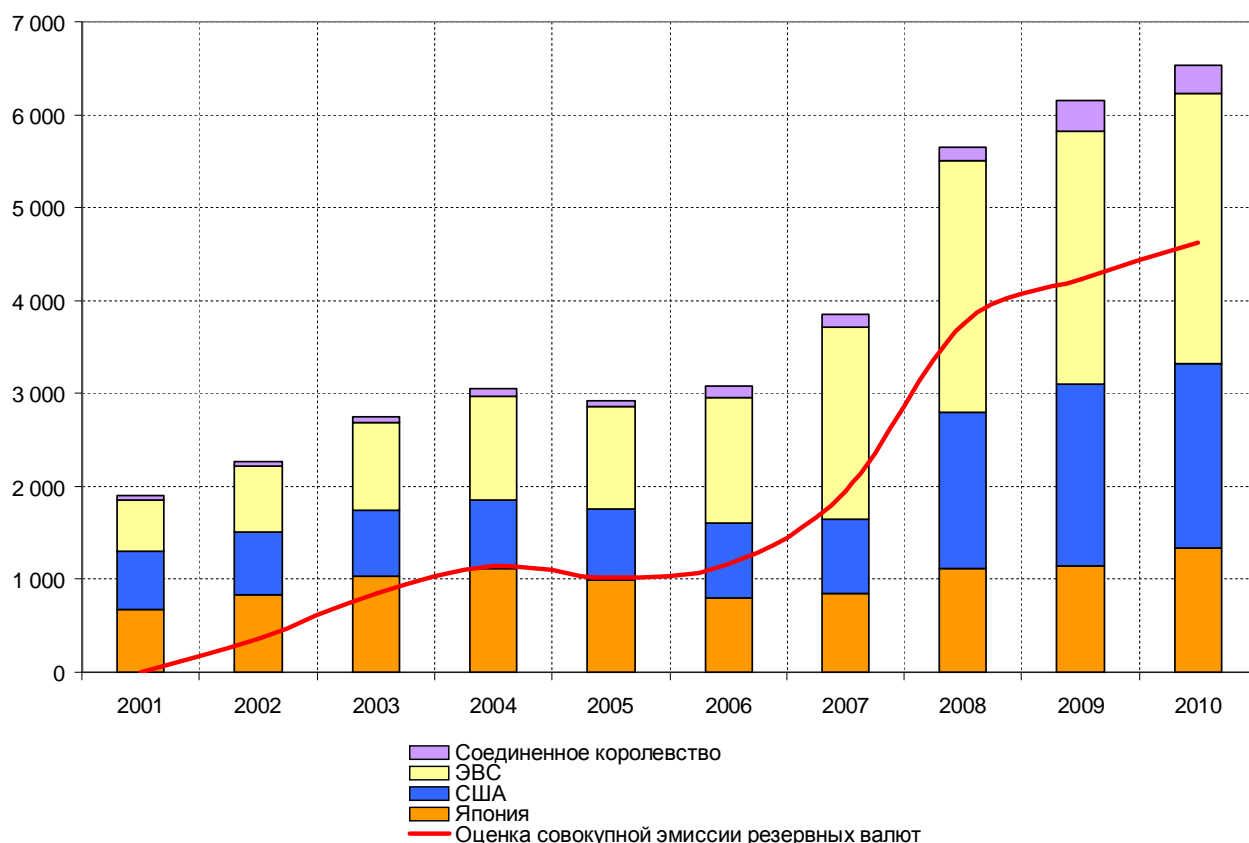
особым статусом платежных средств указанных стран – они являются резервными (свободно-используемыми) и следовательно могут приниматься в качестве средства платежа на любом рынке. Именно поэтому расположение «финансовых хабов» в столицах стран – эмитентов резервных валют является вполне закономерным: оно позволяет облегчить обслуживание движения трансграничных потоков на основе создания широкой и разветвленной инфраструктуры торговли различными видами финансовых активов, а также с помощью формирования бесперебойно работающей платежно-расчетной и клиринговых систем. Как следствие – на действующие крупнейшие МФЦ в международной валютной системе накладывается ряд специфических функций – они превращаются в мировые платежно-расчетные центры, через которые проходит основной объем международных расчетов, связанных с обслуживанием как товарных, так и финансовых потоков.

Превращение крупнейших МФЦ в мировые платежно-расчетные центры обусловило их еще одну специфическую черту – на их основе осуществляется эмиссия резервных валют в каналы международного денежного обращения. Задача обеспечения бесперебойности платежей расчетов в международных финансовых центрах предусматривает проведение масштабных операций рефинансирования национальных банков и кредитование в случае необходимости платежной системы на время прохождения платежей. Именно поэтому крупные основные МФЦ «привязаны» к соответствующим эмиссионным центрам и крупнейшим расчетным и инвестиционным банкам: в Нью-Йорке, Лондоне, Токио, Франкфурте сконцентрированы как головные конторы эмитентов резервных валют (ФРС США, Банк Англии, Банк Японии, ЕЦБ), так и офисы крупнейших транснациональных банков, осуществляющих трансграничные финансовые операции.

Мировая практика показывает, что осуществление эмиссии резервных валют в последние выходит на первый план в списке преимуществ от создания МФЦ. Объем официальной денежной эмиссии, осуществленной в международных финансовых центрах, и которую косвенно можно оценить



посредством прироста денежной базы в резервных валютах только в 2009-2010 гг. составил несколько триллионов долларов США. Долларовая денежная база выросла в 2007-2010 гг. возросла почти в 2,5 раза или на 1,1 трлн. долларов США, денежная база в евро увеличилась в 2006-2010 гг. в 2,2 раза или на 1,6 трлн. долларов США в эквиваленте – рис. 4. Посредством этих «фиктивных» ресурсов, безвозвратно поступивших в каналы международного обращения главным образом фондировались операции крупнейших транснациональных банков, преимущественно направлявшиеся на приобретение прав участия и других высокоприбыльных активов в развивающихся странах. В этом смысле роль международных финансовых центров для стран – эмитентов резервных валют трудно переоценить – по сути это основная площадка экспансии капитала развитых стран на формирующиеся рынки и перераспределения в ими



свою пользу эмиссионного дохода.

Рисунок 4. Динамика денежной базы стран-эмитентов резервных валют и оценка эмиссии резервных валют в каналы международного денежного

обращения в 2001-2010 гг.<sup>89</sup>

Рассмотрев генезис и утверждение основных международных финансовых центров попытаемся оценить потенциальную роль и место России в трансграничных финансовых потоках в контексте предполагаемого создания МФЦ.

Несмотря на наличие институциональных проблем, Москва уже сегодня является региональным финансовым центром и в направлении его развития предпринимается немало шагов. Только ежедневный оборот внутреннего валютного рынка составляет в Москве около 11 млрд. долларов США<sup>90</sup>. На московском рынке осуществляется торговля облигациями, фондовыми ценностями, срочными контрактами. Общая емкость рынка облигаций составляет, в эквиваленте 352 млрд. долларов США, из них 206,5 – номинировано в российских рублях (табл. 9). Емкость рынка акций составляет более триллиона долларов США. Причем с 2001 года объем рынка акций и облигаций российских эмитентов вырос более чем в 12 раз. Московский финансовый рынок на сегодняшний день – одна из крупнейших торговых площадок не только на пространстве СНГ, но и на пространстве Центральной и Восточной Европы.

Таблица 9.

Характеристики емкости основных сегментов российского финансового рынка, млрд. долларов США, в эквиваленте<sup>91</sup>

	2001		2006		2010	
	В национальной валюте	В иностранной валюте	В национальной валюте	В иностранной валюте	В национальной валюте	В иностранной валюте
Рынок облигаций	8.2	47.3	64.3	101	206.5	145.6
Рынок акций	69.3	-	834.5	-	1146.7	-
Совокупный активы банковского сектора	61.1	43,7	341.1	138,6	948.7	289,6

Таким образом, можно констатировать, что все те экономические

<sup>89</sup> Источник: International Financial Statistics, 2010.

<sup>90</sup> Внебиржевой кассовый оборот валютного рынка Российской Федерации - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

предпосылки, которые существовали для развития торговли на отечественном финансовом рынке на сегодняшний день полностью использованы. Московская площадка является развитым рынком, привлекательным не только для резидентов, но и для партнеров из ближнего и дальнего зарубежья. Однако для дальнейшего развития «финансового хаба» в Москве должны быть предложена качественно новая стратегия, которая позволила бы вывести отечественный рынок на новый уровень развития.

На сегодняшний день можно констатировать, что отечественная экономика интегрирована в международное движение капитала на крайне невыгодных условиях. Вывозя и оставляя за рубежом значительную часть экспортных доходов (как в форме частных, так и государственных инвестиций), российские резиденты впоследствии из-за нехватки капитала на внутреннем рынке, начинают занимать деньги за рубежом. Причем процентные расходы по таким займам существенно выше, чем доход от размещения на внешних рынках отечественных капиталов. В результате ежегодный чистый трансфер российской экономики в пользу остального мира, формирующийся в результате неэффективной модели интеграции страны в трансграничное движение потоков капитала оценивается в сумму 31 млрд. долларов США<sup>92</sup>. В этой связи, на наш взгляд, позитивный эффект от создания МФЦ мог бы выразиться в первую очередь в повышении использования собственных валютных ресурсов за счет их перераспределения между участниками национального рынка.

Россия обладает длительным устойчивым профицитом счета текущих операций и, как следствие, является чистым экспортером капитала за рубеж как в форме государственных активов - наращивания международных резервов, так и в форме чистого вывоза капитала частным сектором. Совокупный объем накопленного с 1993 года сальдо счета текущих операций составил 745 млрд. долларов США (рис. 5). Именно на эту сумму совокупные национальные сбережения превосходят совокупные национальные инвестиции. Таким

---

<sup>91</sup> Источник: данные РТС, Сбондс.ру.

<sup>92</sup> Рассчитано по: сальдо инвестиционных доходов платежного баланса Российской Федерации за 2006-2010 гг. (нейтральное представление)- [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

образом, на сегодняшний день у нашей страны отсутствуют объективные потребности в иностранных ресурсах: Россия сама сберегает гораздо больше чем инвестирует.

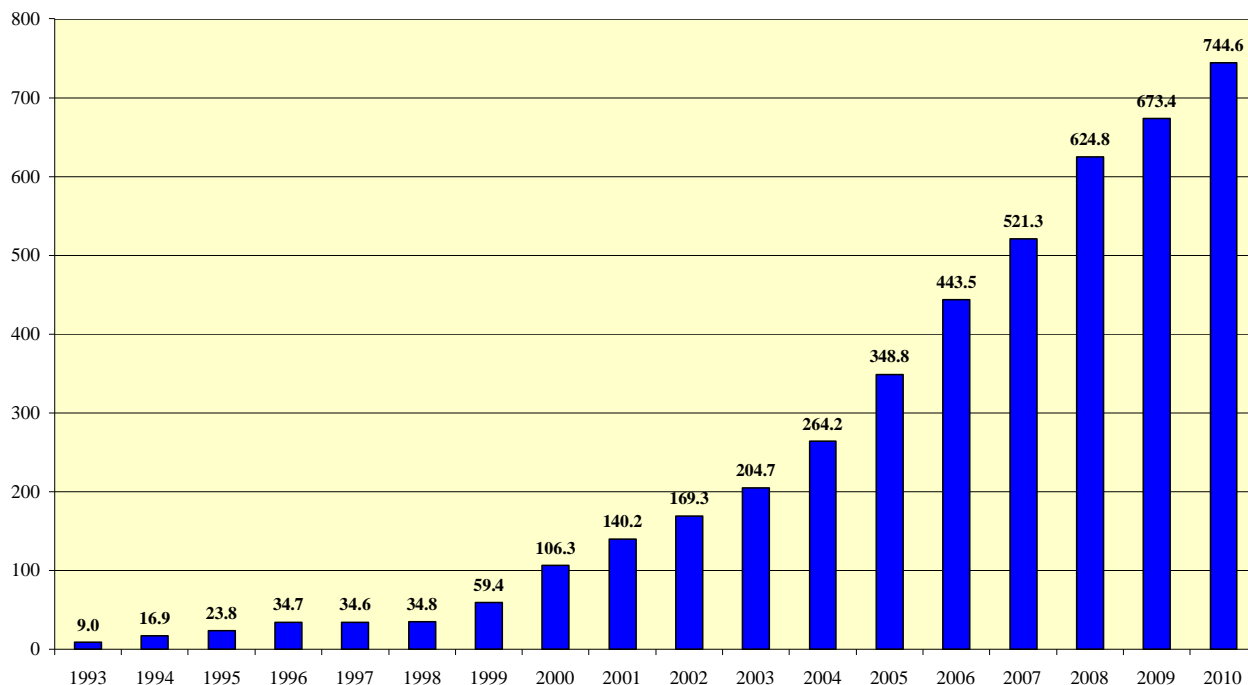


Рисунок 5. Динамика накопленного сальдо счета текущих операций платежного баланса Российской Федерации в 1993-2010 гг.<sup>93</sup>

В то же время, в действующих условиях, по нашему мнению, России, имеющей и без того достаточный ресурс, следует отказаться от модели построения финансового центра, действующего подобно крупным развитым странам, на основе привлечения капитала из внешних источников.

Во-первых, в стране пока отсутствует должный инвестиционный климат. Не секрет, что центр экономического интереса российской бизнес-элиты, как и во многих странах с переходной экономикой, давно перенесен за рубеж. За рубежом принимаются крупные инвестиционные решения, там же расположен центр кристаллизации и накопления прибыли российских представителей крупного капитала. При этом вывоз отечественного капитала осуществляется

<sup>93</sup> *Источник:* Платежный баланс Российской Федерации (аналитическое представление) за 1994-2010 гг. – [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

не из-за отсутствия соответствующей инфраструктуры в Москве. Гораздо более важными для отечественного бизнеса являются внеэкономические факторы, прежде всего задача вывода ресурсов из-под юрисдикции Российской Федерации, их «размывание» в оффшорных зонах.

Собственно не решив проблемы возвращения отечественных капиталов из-за границы вряд ли можно будет решить задачу привлечения новых иностранных инвестиций, так как если национальный бизнес не выражает доверия отечественному рынку и уходит с него, то сложно ожидать доверия к рынку и со стороны сторонних инвесторов. Таким образом для формирования предпосылок создания международного финансового центра в Москве необходимо в первую очередь восстановить инвестиционный климат для представителей отечественного бизнеса, а уже затем создавать условия для привлечения международных инвесторов.

Во-вторых, на пути привлечения иностранного капитала в Россию стоят инфраструктурные проблемы. Инфраструктурная неразвитость московского рынка связана как с техническими факторами, так и с обычаями делового оборота. Российские внешние обязательства представлены преимущественно ссудами и займами, в то время как объем обращающихся и пригодных для инвестирования средств нерезидентами инструментов относительно невелик. Размещение облигаций на международном рынке у российских заемщиков не столь популярно как в силу дороговизны данного способа привлечения капитала, так и из-за больших временных затрат на процедуру оформления. Для внутреннего же облигационного же рынка характерна крайне низкая оборачиваемость (она не превышает 5-7% от объема эмиссии). Большинство участников рынка предпочитают держать приобретенные финансовые инструменты либо до погашения, либо на длительные сроки, что естественным образом ограничивает оборот рынка и демотивирует инвесторов.

Дополнительным фактором, осложняющим выход иностранных инвесторов на московскую финансовую площадку, являются ограничительные правила биржевой торговли. Согласно внутреннему регламенту ММВБ

непосредственное участие нерезидентов в валютных торгах на бирже невозможно. Осложнено и участие нерезидентов как из дальнего, так и из ближнего зарубежья в обычных торгах российскими государственными и корпоративными облигациями (они не могут становиться участниками биржи). Данные ограничения отчасти обусловили невысокий уровень проникновения нерезидентов на российский облигационный рынок, составляющий не более 7-8% его емкости, несмотря на сравнительно высокий уровень доходности отечественных инструментов по сравнению с базовыми ставками европейского и американского рынков. Показательно, что иностранными инвесторами практически не востребован сегмент рублевых государственных облигаций – наиболее надежный и популярный рынок в других странах с формирующимися рынками – их доля не превышает 2-3%.

Специализация потенциального финансового центра в Москве на импорте иностранного капитала чревата и рядом крайне негативных макроэкономических последствий. Устойчивый спрэд между процентными ставками международного и российского рынка таит в себе угрозу привлечения спекулятивных «горячих капиталов». Устойчивый процентный спрэд при низкой курсовой волатильности привлекает армию международных спекулянтов, стремящихся извлечь маржевый доход на размещении дешевых «горячих капиталов», позаимствованных на евторынке, в инструментах развивающихся стран (так называемые операции «carry trade»). Данная проблема на сегодняшний день вышла на глобальный уровень и обсуждается на уровне саммитов «Группы 20». Многие страны с формирующимися рынками, столкнувшись с разрушительными последствиями притока на национальные рынки горячих капиталов, не обусловленных объективными экономическими потребностями, были вынуждены ввести ограничительные меры в рамках процедур валютного регулирования и валютного контроля. Непроизводительное использование краткосрочных иностранных инвестиций уже стало источником структурных проблем таких формирующихся рынков, как Корея, Аргентина, Бразилия и др.

Возможность подобных негативных последствий притока горячих капиталов актуальна и для России. Уже сейчас, несмотря на устойчивое положительное сальдо счета текущих операций страна накопила масштабную внешнюю задолженность. Причем, ее основная часть не была использована на расширение и обновление воспроизводственной базы, а направлялась в сферу обращения. Дальнейшее расширение доступа к дешевому международному кредиту в рамках повышения открытости московского финансового узла лишь усугубит риски привлечения новых, не связанных с воспроизводственными потребностями экономики, займов. Это еще более усложнит и без того непростую ситуацию с обслуживанием долга, так как в условиях объемных платежей по внешнему долгу будет велик соблазн брать все новые и новые кредиты для погашения старых долгов, выстраивая так называемую «долговую пирамиду». Страна в этом случае, подобно многим разбивающимся государствам, может попасть в долговую ловушку.

Реализация рисков непроизводительного использования иностранных ресурсов в результате создания международного финансового центра особенно велик именно сейчас, ввиду крайне низкого спроса на банковский кредит со стороны национальной экономики, отсутствия масштабных инфраструктурных проектов, общей деградации производственного потенциала страны.

По нашему мнению гораздо более перспективным направлением с точки зрения интеграции России в трансграничные финансовые потоки в качестве финансового центра на наш взгляд представляется специализация на экспорте капитала. Причем такой экспорт в отличие от преобладающих ныне низкодоходных и низкоэффективных форм мог бы осуществляться через МФЦ на более выгодных финансовых условиях, и что самое важное – в геополитически более перспективных направлениях<sup>94</sup>.

Как упоминалось выше наша страна обладает всеми необходимыми ресурсами для этой роли, а именно - имеет многолетнее положительное сальдо

---

<sup>94</sup> Напомним, что на сегодняшний день, наиболее важным направлением экспорта российского капитала выступают офшорные зоны и страны с облегченным налоговым режимом – см. Прямые инвестиции из

счета текущих операций – по сути бесплатный источник капитала. В этом смысле Российская Федерация, обладающая избытком свободных ресурсов могла бы предложить средне- и долгосрочный ссудный капитал потенциальным заемщикам. Вместе с тем на пути реализации экспортной специализации московского МФЦ существует ряд проблем.

На сегодняшний день, из-за высоких рисков, характерных для отечественного кредитного рынка, и его глубокой сегментированности основной объем ресурсов, предлагаемых на московской площадке, сосредоточен в сверхкраткосрочном диапазоне – до 1 месяца. Наибольший объем сделок осуществляется в сегменте – до 1 недели. Основным ориентиром для участников московского рынка является ставка «ОВЕРНАЙТ» - то есть ставка по ресурсам, которые потенциальный заемщик может использовать лишь для покрытия текущего дефицита ликвидности. Практически все среднесрочные и долгосрочные сегменты кредитного рынка неликвидны.

Кроме того, ставки российского рынка остаются одними из самых высоких не только среди стран СНГ, но среди стран с переходной экономикой (рис. 6). Одной из причин завышенной процента остаются стабильно высокие темпы инфляции в российской экономике. В сопоставлении с другими рынками ссудного капитала московская площадка явно проигрывает. Например средняя стоимость займов на европейском облигационном рынке, с учетом страновых рисков, составляет для Украины – около 4%, для Беларуси – около 5%<sup>95</sup>, в то время как облигационные займы на российском рынке обходятся в 8-12%<sup>96</sup>. С учетом того, что обменный курс рубля достаточно стабилен как к валютам стран СНГ, так и к евро, столь существенная разница в процентных ставках обуславливает сохранение устойчивого спреда в стоимости заимствований, действующего не в пользу московского рынка. На этом фоне основной конкурент московской площадки – европейский ссудный рынок помимо ценовых преимуществ предлагает развитую инфраструктуру торговли,

---

Российской Федерации за границу в 2007-2010 годах и I квартале 2011 года (по данным платежного баланса Российской Федерации - сальдо операций), [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

<sup>95</sup> по данным REUTERS



беспрепятственный доступ широкого круга инвесторов к участию в торгах, емкий и ликвидный рынок, высокую надежность расчетов.

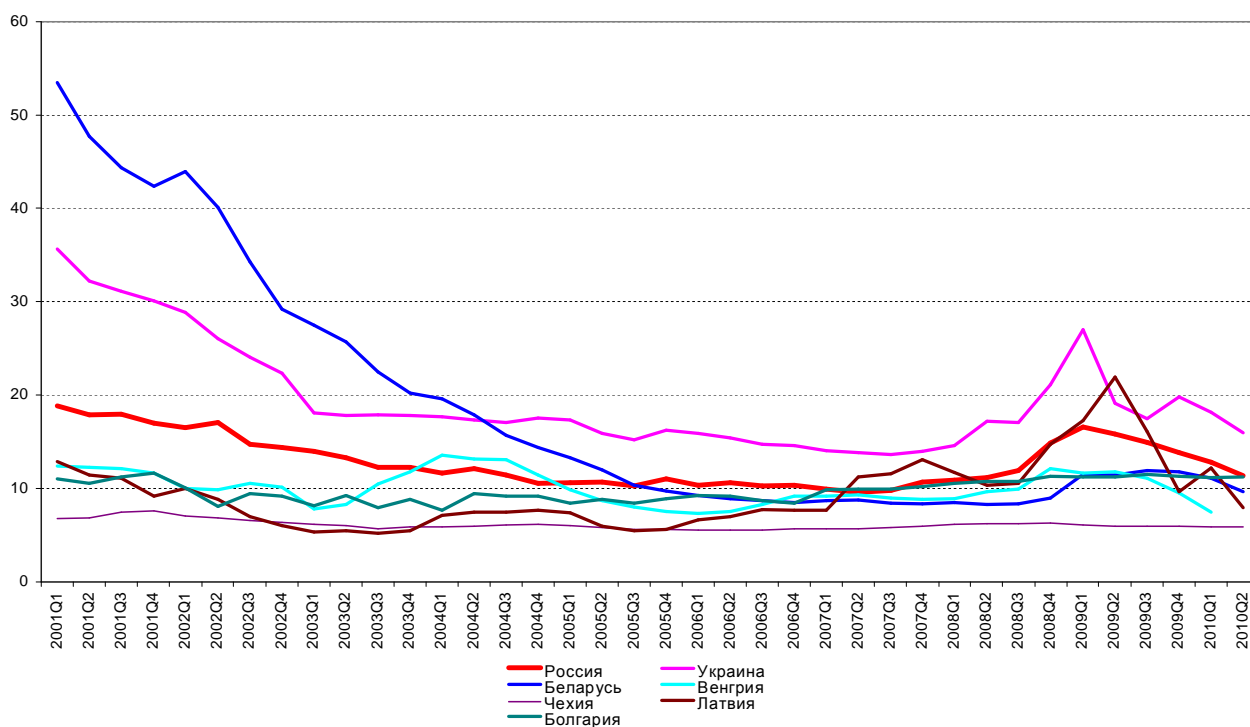


Рисунок 6. Динамика ставок по кредитам на рынках стран с переходной экономикой в 2001-2010 гг., % годовых<sup>97</sup>

Отдавая отчет в крайней узости и низкой ликвидности отечественного финансового рынка даже крупные российские корпорации и банки давно выходят с заимствованиями не на отечественный, а на европейский финансовый рынок, то есть вынуждены идти на курсовые риски в отсутствие капитала с требуемыми характеристиками на национальной торговой площадке. Показательно, что даже Правительство Российской Федерации в апреле 2010 года вышло с размещением крупного пакета облигаций не на российский, а на европейский рынок ссудных капиталов. На еврооблигационном рынке в период 2007-2009 гг. была размещена основная часть облигационных займов банковского сектора и около трети займов корпораций (табл. 10).

<sup>96</sup> по данным REUTERS

<sup>97</sup> Источник: International Financial Statistics, 2010.

Таблица 10.

Сравнительные характеристики привлечения капитала резидентами на внутреннем и международном рынках в 2007-2009 гг.<sup>98</sup>

	2007			2008			2009		
	Объем прив-ия	Средняя ставка, % годовых	Средний срок до погашения, лет	Объем прив-ия	Средняя ставка, % годовых	Средний срок до погашения, лет	Объем прив-ия	Средняя ставка, % годовых	Средний срок до погашения, лет
<i>Банковский сектор</i>									
На внутр.рынке	8.14	8.20	2.24	7.09	11.40	4.71	3.40	13.86	4.97
На межд.рынке	18.86	8.39	5.26	10.29	8.88	6.22	2.99	10.00	3.55
<i>Сектор нефинансовых предприятий</i>									
На внутр.рынке	12.70	10.46	4.57	19.51	12.06	5.75	23.36	14.36	6.06
На межд.рынке	23.00	7.80	7.77	10.95	10.10	6.22	11.62	8.30	5.49

Несмотря на объективные сложности и недостатки потенциальную заинтересованность в доступе к московскому рынку – как к основной площадке для размещения займов могли бы проявить наши партнеры по ЕврАзЭС и СНГ, имеющие стабильный отрицательный итог по счету текущих операций и нуждающихся в его финансировании. Так, почти все страны ЕврАзЭС (за исключением Казахстана) имеют хроническое отрицательное сальдо текущего счета. В то же время Россия остается по сути единственным потенциальным донором в регионе, обладающим профицитом текущего счета. Обслуживание именно этих потоков и мог бы взять на себя московский центр (рис. 7).

<sup>98</sup> Источник: REUTERS, Сбондс.ру

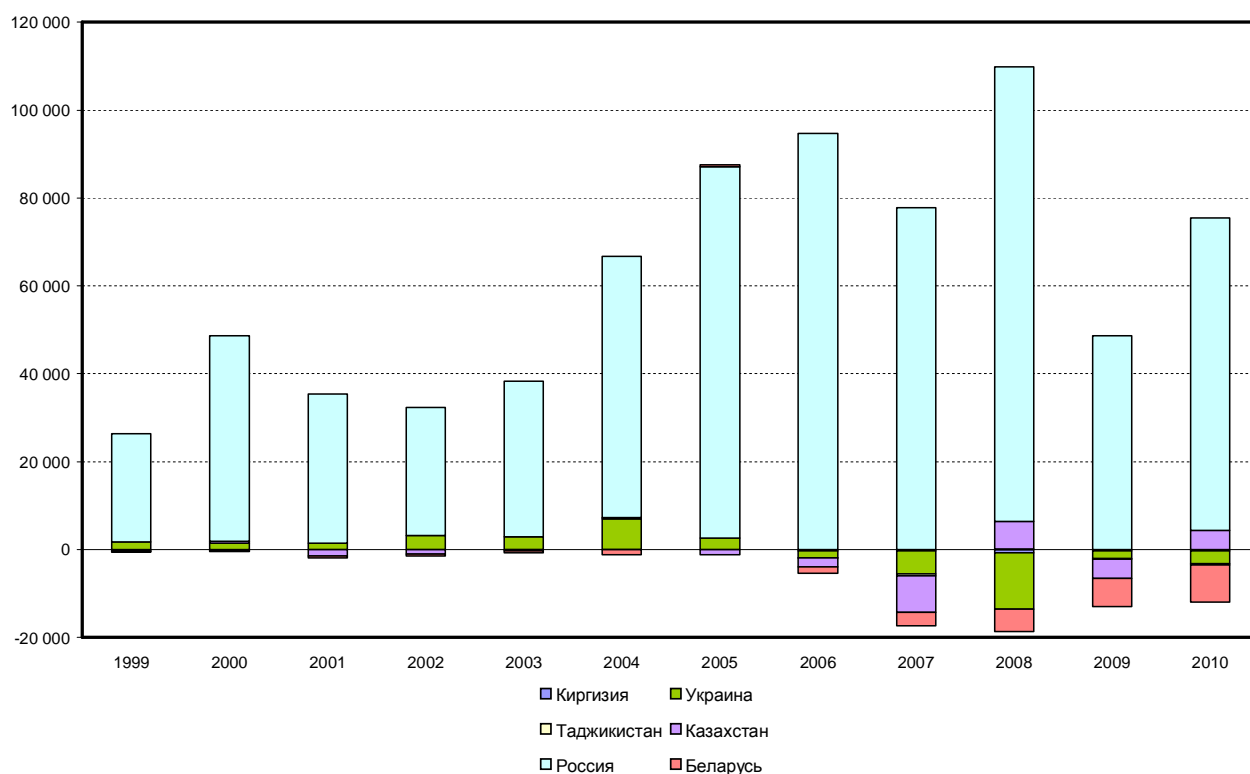


Рисунок 7. Динамика сальдо текущего счета стран некоторых стран СНГ, млн.долларов США<sup>99</sup>

Вместе с тем, завоевание и этой ниши не лишено проблем. В первую очередь привлечение капитала с российского рынка связано с относительно высокими курсовыми рисками.

Так как значительная часть внешней торговли стран СНГ ориентирована на западные рынки, а не на рынок Содружества, то и в структуре расчетов преобладают преимущественно резервные валюты – доллары США, евро, а не национальные валюты эмитентов из числа СНГ. Таким образом использование рублевых инструментов для потенциальных заемщиков связано с необходимостью приобретения на рынке российских рублей, необходимых для обслуживания их будущего долга и, следовательно, сопряжено с рисками колебаний курсовых соотношений рубля с национальными валютами СНГ. Как следствие, заемщики из СНГ будут подвергаться потенциальным курсовым рискам, которые могут оказаться даже выше, чем рисками заимствований в

<sup>99</sup> Источник: International Financial Statistics, 2010.

свободно-конвертируемых валютах.

Нельзя сбрасывать со счетов и упоминавшиеся технические проблемы (ограниченный доступ к торгам на ММВБ), а также высокую стоимость займов в рублях.

Следует признать, что наши партнеры по ЕРАзЭс и СНГ, осознав невысокую перспективность российского рынка, давно переключились на инфраструктурно более развитый рынок ссудного капитала Западной Европы. На этой площадке успешно размещены как государственные, так и корпоративные облигации Украины, Казахстана, Беларуси.

Заслуживает упоминания и вопрос использования рубля в качестве потенциальной валюты финансового центра. На наш взгляд Россия пока не может претендовать на получение дополнительных выгод от эмиссии рублей в каналы международного денежного обращения подобно модели МФЦ, действующих в странах-эмитентах резервных валют. Несмотря на снятие валютных ограничений, рубль остается на мировом рынке редкой, экзотической валютой, по обороту сопоставимой, например с мексиканским песо (рис. 8). Российский финансовый рынок практически закрыт для размещения рублевых облигационных займов со стороны иностранных заемщиков, да и последним, как было показано выше, не выгодно использовать российскую валюту в качестве валюты займа. Обращение же на московской площадке инструментов, номинированных в иностранных валютах, фактически нивелирует преимущества финансового центра, связанные и использованием эмиссионного рычага и наполнения рублем каналов международного денежного обращения: в данном случае все расчеты будут выведены из московского финансового хаба и будут осуществляться в странах – эмитентах валют, в которых номинированы соответствующие бумаги. Например, допуск к обращению на московской площадке еврооблигаций российских эмитентов, номинированных в евро, скорее спровоцирует отток отечественного капитала, так как в ходе торгов именно им (отечественным капиталом) будут замещаться вложения нерезидентов, осуществленные при первичном размещении бумаг на

еврорынке. Не окажет данная мера сколько-нибудь заметного влияния и на развитие национального финансового рынка, поскольку расчеты в евро, равно как клиринг ценных бумаг, по-прежнему будут осуществляться через европейские банки и европейские расчетные системы. Реализация подобного сценария отведет Москве роль некой виртуальной площадки, на которой потенциально могут совершаться сделки, однако реальные операции будут проводиться в ныне действующих финансовых центрах.

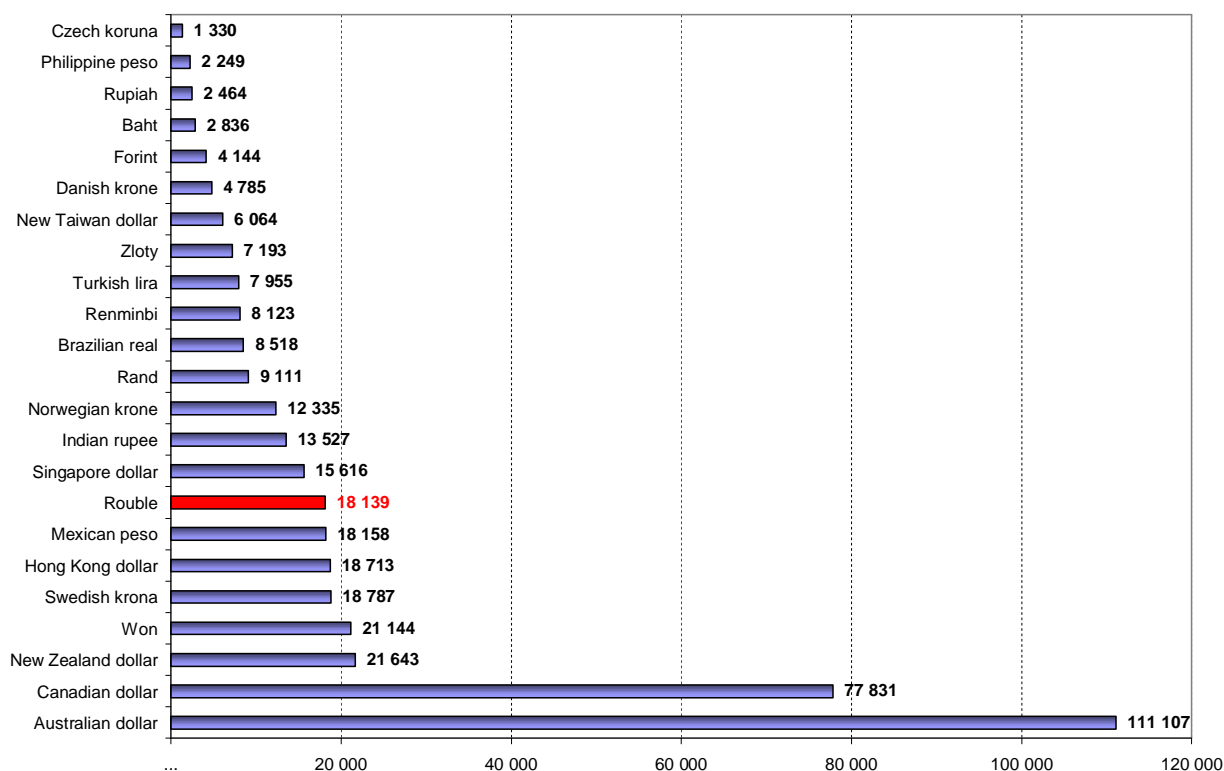


Рисунок 8. Среднедневной оборот основные нерезервных валют, млн. долларов США<sup>100</sup>

С учетом вышеизложенного, по нашему мнению, России следует пересмотреть стратегию построения международного финансового центра в Москве. По нашему мнению, стране следует вместо глобальной сложно поддающейся решению в обозримой перспективе задачи создания МФЦ, сконцентрироваться на реализации вполне прагматичных, достижимых в

<sup>100</sup> Источник: OTC foreign exchange turnover by instrument, counterparty and currency n April 2010. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 - Final results. BIS. 2010

среднесрочном периоде, целях. К их числу, на наш взгляд относится создание предпосылок для превращения Москвы в региональный финансовый центр ЕврАзЭС и СНГ. На наш взгляд, для достижения этой цели должно быть решено несколько задач.

В первую очередь, необходимо снять нормативные ограничения на доступ наших партнеров по ЕврАзЭС и СНГ на московскую биржевую и межбанковскую внебиржевую площадки не только в части торговли валютами и уже существующими финансовыми инструментами, но и в части размещения новых займов, номинированных в рублях. Как отмечалось выше, несмотря на достаточно высокий уровень ставок, российский финансовый рынок остается весьма привлекательным для заемщиков из Украины, Беларуси, Киргизии, Таджикистана и др., так как во-первых, предлагает капитал в наиболее устойчивой на пространстве СНГ валюте – рубле по схожим с национальными рынками СНГ ставкам; во-вторых, опирается на устойчивое предложение ссудного капитала российскими банками, испытывающих проблемы при размещении свободных ресурсов; в-третьих, базируется на широком круге торговых операций, осуществляемых между нашими странами в рублях; в-четвертых, поддерживается едиными унифицированными судебными процедурами разрешения экономических споров.

В рамках второго направления подготовки формирования регионального финансового центра в Москве должны быть предприняты усилия для повышения ликвидности российского облигационного рынка и снижения уровня процентных ставок. Хотя решение данной задачи скорее ориентировано на среднесрочную перспективу и в значительной мере обусловлено динамикой макроэкономических показателей (уровень инфляции и рисков в экономике), уже сейчас необходимо предпринимать планомерные усилия по расширению емкости и доступности отечественного рынка ссудного капитала, так как без устранения данной проблемы нам не удастся использовать потенциал расширения кредитных операций с партнерами по ЕврАзЭС и СНГ. Представляется, что отчасти способствовать снижению ставок московского

рынка могла бы мягкая денежно-кредитная политика, предполагающая в том числе расширение доступа к инструментам пополнения ликвидности и понижение официальной процентной ставки Банком России. Несмотря на заявляемую важность процентной политики Банка России с точки зрения достижения ориентиров в области темпов инфляции, по данным денежной статистики, лишь крайне незначительная часть денежной базы формируется за счет операций рефинансирования и операций, связанных с пополнением ликвидности (РЕПО, ломбардное кредитование и др.). Ключевую роль в формировании денежной базы продолжают играть операции по приобретению валюты на внутреннем валютном рынке – рис. 9.

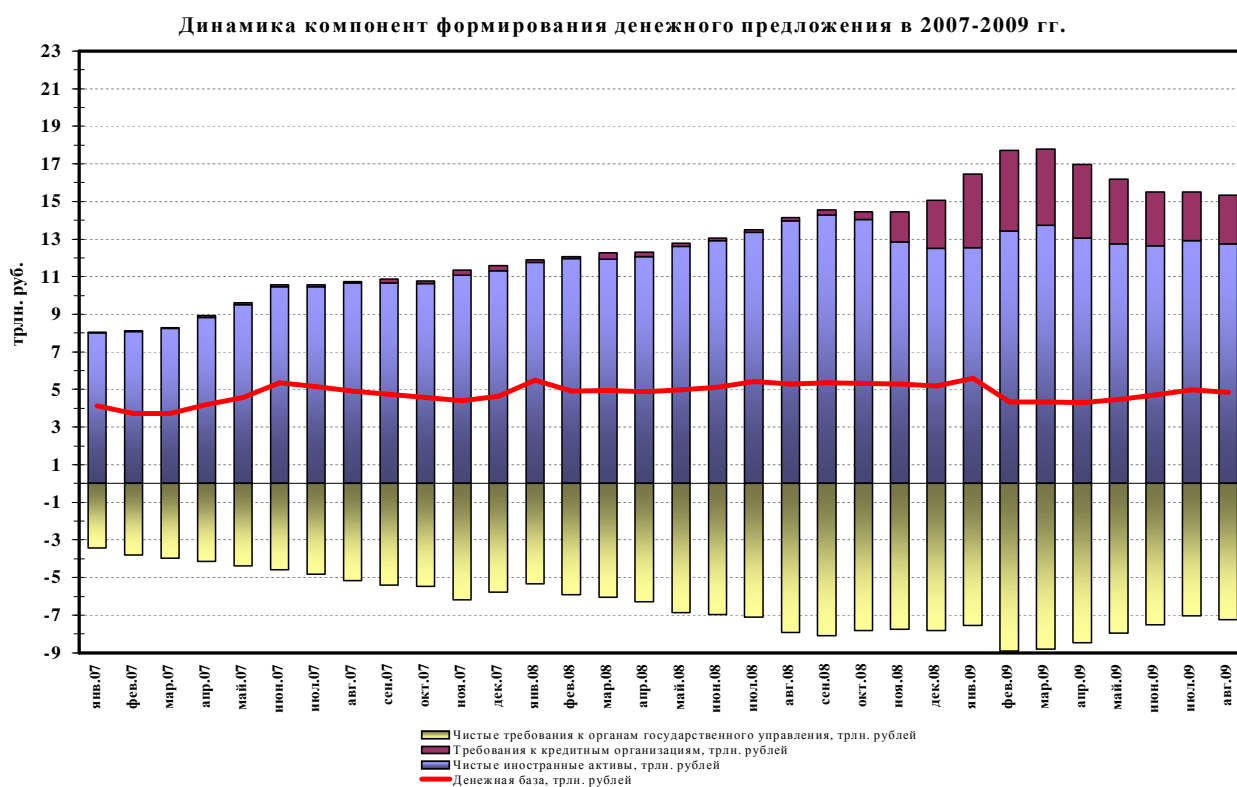


Рисунок 9. Динамика компонент формирования денежного предложения в 2007-2009 гг.<sup>101</sup>

Таким образом, потенциальное снижение официальной ставки не окажет значимого негативного воздействия на формирование монетарных факторов инфляции, но одновременно повысит привлекательность российского рынка ссудных капиталов для потенциальных заемщиков. Представляется, что данная

<sup>101</sup> Источник: Бюллетень банковской статистики, №2 2011.

мера будет весьма полезной с точки зрения снижения спекулятивной привлекательности российского рынка для иностранных горячих капиталов.

Наконец, третьим направлением формирования предпосылок регионального финансового узла в Москве могло бы стать введение дестимулирующих мер для вывоза капитала из страны. Россия остается лидером по темпам вывоза частного капитала среди стран с формирующимися рынками, что обусловлено как макроэкономическими причинами (наличие свободных ресурсов в форме накопленного сальдо счета текущих операций), так и внеэкономическими факторами (слабая инвестиционная привлекательность экономики). На наш взгляд, наряду с проведением общеэкономических мер, связанных с улучшением инвестиционного климата в стране, вполне оправданным является возобновление дискуссии о введении регулятивных мер, направленных на ограничение вывоза российского капитала за рубеж. Не секрет, что высокая норма ссудного процента на российском рынке, связана не только и не столько с темпами инфляции в российской экономике, сколько с масштабным оттоком капитала за рубеж и как следствие – с его острым дефицитом на отечественном рынке. В этой связи, реанимация мер валютного контроля, доказавших свою эффективность в других развивающихся странах – в частности беспроцентного депонирования части экспортируемого за рубеж капитала, имеющего целью снизить вывоз капиталов за рубеж – представляется вполне обоснованным. Придание экспорту российских капиталов упорядоченного системного характера позволит не только снизить ставку на внутреннем рынке ссудных капиталов, но и насытить потенциальный региональный финансовый центр в Москве необходимыми ресурсами.

Положительный опыт функционирования московского центра в обслуживании потоков капитала на пространстве ЕврАзЭС и СНГ создаст предпосылки для дальнейшего расширения операций и популяризации нового финансового узла на международном уровне.



## **6. Привлечение инвестиций одна из задач создания международного финансового центра в Москве<sup>102</sup>**

Международные финансовые центры, сформированные в конце 19 века в ведущих странах, таких как США, Англия и Германия помогли стране решить ряд текущих и долгосрочных задач. В первую очередь это касалось расширения финансовых рынков, создания конкурентоспособной кредитной системы и рынка ценных бумаг, усиления значимости валютного рынка. Если посмотреть какую направленность (специализацию) получили те или иные международные финансовые центры, то будут видны и те преимущества, какие получила каждая страна от функционирования МФЦ.

В частности, Лондон известен рынками евровалютных операций, фондовых ценностей, золота, фьючерсных сделок. Издавна Лондон выступал как центр международной торговли, что обусловило развитие вначале рынка золота, а затем и валютного рынка, в силу выполнения фунтом стерлингов роли мировой валюты. Этот рынок растет ежегодно на 39 %. Традиционное преимущественное развитие кредитной системы в Англии также наложило отпечаток и на Лондон как МФЦ – он занимает первое место в мире по депозитным и кредитным операциям, а также по присутствию иностранных банков (на втором месте — Токио, на третьем — Нью-Йорк), является самым большим нетто-экспортером финансовых услуг и лидирует в сфере управления активами (занимает второе место после Швейцарии по объемам управления активами состоятельных людей). Дальнейшее развитие интеграционных процессов, а также развитие национальных финансовых рынков привели к тому, что в настоящее время на Лондон приходится почти треть международных финансовых операций, 70% мировой торговли международными облигациями и почти 50 % рынка деривативов, 32% оборота мирового валютного рынка (это больше, чем у Нью-Йорка, Токио и

---

<sup>102</sup> Стародубцева Е.Б. Доктор экономических наук, профессор кафедры денег, кредита и ценных бумаг Всероссийского заочного финансово-экономического института evdokija59@mail.ru

Франкфурта-на-Майне вместе взятых), 36% внебиржевой мировой торговли деривативами, около 50% мировой торговли акциями иностранных компаний, 20% рынка международного банковского кредитования и примерно 90% мировой торговли основными металлами.<sup>103</sup>

Нью-Йорк, со своей стороны, является главным финансовым центром США. В нем располагаются правления большинства крупнейших и наиболее влиятельных банков, страховых компаний, промышленных и других корпораций, находятся штаб-квартиры большинства инвестиционных банков, занимающихся операциями слияния и поглощения. В Нью-Йорке сосредоточены более 2/3 всех активов иностранных банков, действующих в США. Компании, правления которых находятся в других городах, обычно имеют в Нью-Йорке свои представительства. Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) является ведущей в мире биржей, на которой осуществляется торговля акциями и деривативами. Благодаря усиливающейся конкуренции со стороны других мировых финансовых центров, как европейских, так и азиатских, прежде всего, Токио, США с середины 70-х годов 20 века начали либерализацию национальных финансовых рынков. Так, в 1978–1986 годах постепенно были отменены ограничения на выплату процентов по депозитно-ссудным операциям, введены проценты по вкладам до востребования, которые были запрещены с конца 19 века, с конца 1981 года создана свободная банковская зона в США, где иностранные банки освобождены от американского налогообложения и банковской регламентации, в 1984 году отменен 30%-ный налог на доход по облигациям, выпущенным в США и принадлежащим нерезидентам. Все это позволило США привлечь дополнительный капитал в страну и укрепить свои экономические позиции на мировом рынке. Так, если в конце 80-х годов XX века на долю Японии приходилось 40% капитализации мировых фондовых рынков, а на долю США — 30%, то уже в конце 90-х годов доля США возросла до 50%, а Японии —

---

<sup>103</sup> А.А. Сахаров Международные финансовые центры// Методический журнал Регламентация банковских операций. Документы и комментарии, 2009, №2

снизилась до 10%.<sup>104</sup> Изменение ситуации в начале XXI века произошло из-за принятия ряда законов, которые в последующем были скорректированы или отменены, а также из-за разразившегося в 2007 году серьезного экономического кризиса, что способствовало принятию мер по сохранению позиций Нью-Йорка как международного финансового центра, особенно это касалось банковской системы. Поэтому Нью-Йорк как финансовый центр сегодня совсем не тот, каким он был на рубеже 70-80-х годов. Он до сих пор очень динамичен, но уже не столь ориентирован на обслуживание мировой экономики. Основная ставка делается на рынок США.

Нельзя не сказать и о таком МФЦ как Франкфурт-на-Майне находящимся в настоящее время по своему "весу" лишь на восьмом месте среди крупнейших финансовых центров мира, но являющимся ведущим рынком банковских кредитов и ценных бумаг. К старым и хорошо известным его преимуществам относятся глубоко укоренившаяся банковская культура и традиции (в XVII веке в городе был основан первый франкфуртский банк, который дал общее направление развития городу. Франкфурт-на-Майне стал развиваться, как банковский центр Германии), а также огромная концентрация банков, прежде всего ключевых германских /по данным Бундесбанка, в стране насчитывается в общей сложности свыше 2,2 тыс. банков различных форм собственности/. Число представленных в городе иностранных банков составляет 199, а численность занятых во всем банковском секторе персонала – 70 тыс. человек

Ряд финансовых центров специализируются на определенных направлениях финансовой деятельности. Так, на Чикаго в течение длительного периода приходилось более половины мирового рынка фьючерсных и опционных сделок. Крупными международными финансовыми центрами в Европе (кроме Лондона и Франкфурта-на-Майне) являются также Цюрих, Париж, Люксембург. Цюрих — крупнейший, наряду с Лондоном, рынок золота. Париж — преимущественно рынок международного капитала в форме

---

<sup>104</sup> А.А. Сахаров Международные финансовые центры// Методический журнал Регламентация банковских операций. Документы и комментарии, 2009, №2

банковских кредитов. Люксембург — крупнейший в мире рынок долгосрочного капитала.

Краткий экскурс по ведущим международным финансовым центрам показывает не только их значимость в мировой финансовой системе, но и возможность решения определенных задач, связанных в первую очередь с привлечением инвестиций, расширением инструментов сбережений, выгод от проведения валютных, фондовых и других финансовых операций, позволяющих не только расширить бизнес, но и увеличить инвестиционный потенциал экономики.

Опираясь на зарубежный опыт можно надеяться, что создание в России мирового финансового центра позволит стимулировать развитие национального финансового рынка за счет интеграции в глобальную индустрию финансовых услуг, обеспечив среди прочего привлечение в российскую экономику существенных дополнительных финансовых ресурсов (как зарубежных, так и внутренних) и расширение возможностей для осуществления индивидуальных сбережений граждан.

В настоящее время данные задачи решены лишь отчасти. Рассмотрим оба направления более конкретно. Говоря о возможностях осуществления индивидуальных сбережений населения, стоит выделить две основные проблемы – наличие таких сбережений и инструменты для их привлечения. Последние годы, по данным статистики, реальные доходы населения возрастают. Так за последние три года они выросли на 6%. Можно ли при этом говорить о росте сбережений? Отчасти да, за этот же период они выросли на 19%, но если посмотреть на структуру сбережений, то становится ясным, что они растут преимущественно у пенсионеров и низкооплачиваемых слоев населения. Развитие потребительского кредитования и ипотеки привело к увеличению расходов основной части трудоспособного населения. Если ранее все нуждающиеся в жилье, товарах длительного спроса вынуждены были накапливать средства на их покупку, то теперь основная часть вместо этого берет кредит и тратит часть дохода на выплату кредита и процентов по нему.

Однако в силу объективных причин для многих ипотека и потребительский кредит не всегда доступны, т.к. если говорить об ипотеке, то высокая стоимость жилья, невысокие доходы у основной части нуждающегося в жилье населения не дают возможность сразу взять кредит. Как показывает статистика, размер дохода должен составлять при ипотеке не менее 60 тысяч рублей в месяц, что при средней заработной плате в Москве в 41 тыс. руб. достаточно мал. А условие о необходимости оплаты первоначального взноса, даже в размере 30% стоимости жилья, приводит опять-таки к необходимости накопления денежных средств. Тоже можно сказать и о потребительском кредитовании, особенно автокредитовании. Сдерживают кредитование и высокие процентные ставки, несмотря на их значительное снижение в последние годы, что также является причиной сбережений. Еще одной причиной сбережений остается низкий уровень жизни достаточно значительной части населения, которые сохраняют деньги на покупки потребительских товаров, товаров длительного спроса, на отдых и т.д.. В тоже время высокий уровень безработицы в отдельных регионах страны, неустойчивость экономического положения сохраняют такой мотив сбережений как сбережения на черный день. И только небольшая часть населения мотивом для сбережений считает спекулятивный мотив, т.е. получение высокого дохода. Кроме того, ограничением для роста сбережений выступает и относительное недоверие населения к имеющимся инструментам сбережений.

Среди наиболее распространенных форм сбережений в России можно считать вклады в коммерческие банки, на которые приходится более 90% всех сбережений населения. Однако, несмотря на большое количество банков, основная масса вкладов (около 52%) приходится на Сбергательный банк, известный своим консервативным поведением в отношении процентов по вкладам. Ограниченность страховой суммы в 700 тысяч рублей не дает возможности реализовать крупным вкладчикам спекулятивный мотив сбережений из-за неустойчивости тех банков, которые предлагают положительную реальную процентную ставку. Поэтому приход иностранных

банков позволит на наш взгляд, повысить конкурентоспособность российских банков, увеличить степень их надежности, а также расширить спектр предлагаемых услуг, в частности доверительное управление денежными средствами клиентов. Если в настоящее время лишь небольшое количество банков предлагает своим клиентам такую услугу как общий фонд банковского управления, то в дальнейшем с развитием не только банковского, но и фондового рынка данная услуга будет не только востребована, но и предлагаема.

Следующим инструментом сбережений выступают ценные бумаги, чему способствует рынок ценных бумаг. Несмотря на то, что наш рынок существует около 10 лет, роль на нем мелкого и среднего инвестора невысока<sup>105</sup>. Незрелость инфраструктуры привлечения сбережений на данный рынок, высокая волатильность, экономическая неграмотность населения и отсутствие рекламы делают этот инструмент невостребованным, несмотря на Интернет-трейдинг, предлагаемый инвестиционными, финансовыми компаниями и банками. Немаловажная роль в невостребованности данного инструмента принадлежит и небольшому количеству ценных бумаг (на 1.01.2010 года на ММВБ находилось в обращении более 1300 бумаг<sup>106</sup> – основная масса бумаг это облигации (709), акции отечественных компаний (306), паи ПИФов (298), деривативы представлены слабо) и низкой капитализации имеющихся бирж. Создание МФЦ должно привести как к росту капитализации бирж, так и развитию количества ценных бумаг не только российских, но иностранных эмитентов, что послужит дополнительным стимулом для привлечения сбережений населения в такой инструмент как ценные бумаги.

Практически не развита у нас такая форма вложений сбережений как небанковские кредитные институты – страховые компании и пенсионные фонды. Говоря о страховых компаниях, стоит отметить, что в основе лежат такие виды страхования как каско и ОСАГО, а доля личного страхования достаточно мала. Наибольший прирост взносов был в сегменте обязательного

---

<sup>105</sup> По данным ММВБ около 300 тыс. человек

медицинского страхования (на 16,9%), а максимальное снижение — в сегменте страхования жизни (на 18,5%). Развитие данного сегмента в рамках создания МФЦ позволит расширить и данный инструмент вложения денежных средств. Пока же основная масса денежных сбережений находится в иностранной валюте, недвижимости и в наличной форме, что не создает предпосылок для привлечения внутренних источников в экономику, с чем и связана вторая задача – привлечение средств в экономику, как внутренних, так и внешних.

Анализируя возможности привлечения сбережений в экономику, стоит отметить, что помимо указанных проблем, существует и ряд других, в частности, неразвитость самого банковского и небанковского сектора. Несмотря на большое количество кредитных организаций в стране, реально конкурентоспособных, крупных банков не так много (доля банков с уставным капиталом более 180 млн. рублей составляет 39%<sup>107</sup>), уменьшается количество страховых компаний, пенсионных фондов. Как уже отмечалось, неразвитость рынка ценных бумаг также является тормозом привлечения внутренних и иностранных инвестиций. Все это приводит к тому, что в стране в большей степени развит денежный рынок, а не рынок капитала. Банки предлагают в основном краткосрочные кредиты и если в последние годы и растут сроки предоставления кредитов, но объемы выдач не столь существенны (на кредиты организациям сроком выдачи свыше 3 лет приходится 33%). Причиной этого выступает, в первую очередь нехватка у банков долгосрочных ресурсов. На сегодняшний день основная часть привлеченных денежных средств у банков формируется за счет вкладов физических лиц (на выпущенные кредитными организациями облигации и векселя, банковские акцепты приходится в среднем 10%, на привлеченные кредитными организациями вклады (депозиты) физических лиц порядка 60% и на средства организаций на счетах 30%)<sup>108</sup>, из них только 9,12% - это вклады на срок свыше 3 лет. Такая проблема должна быть решена развитием возможности для банков в привлечении долгосрочных

---

<sup>106</sup> <http://www.micex.ru/group/fbmmvb/profile>

<sup>107</sup> <http://www.cbr.ru/statistics>

<sup>108</sup> <http://cbr.ru/publ/BBS/Bbs1108r.pdf>

ресурсов, что в немалой степени связано с развитием рынка облигационных займов, денежных сертификатов, появлением ряда специализированных банков, реально осуществляющих инвестиции и ипотеку.

Кроме того, не надо забывать и о правовой стороне функционирования финансового рынка страны, которая нуждается в совершенствовании и развитии. Все это должно быть учтено при создании международного финансового центра и поэтому независимо от специализации созданного центра – кредитной или фондовой, указанные задачи могут быть успешно решены.

### ***7. Анализ изменений и дополнений порядка налогообложения операций, включая операции страхования, в соответствии с концепцией создания международного финансового центра в российской федерации<sup>109</sup>***

Как уже отмечалось выше, в 2010 году Москва заняла 68-е место из 75 в рейтинге мировых финансовых центров (Global Financial Centres Index), публикуемом дважды в год группой Z/Yen, набрав 506 баллов из 1000 возможных. Список мировых финансовых центров Z/Yen составляет на основе опроса представителей финансовых компаний. Основными критериями его создания являются деловой климат, квалификация персонала и уровень развития инфраструктуры. В тройку главных мировых финансовых центров вошли Лондон, Нью-Йорк и Гонконг. Сингапур занял 4-е место. Четыре крупнейших финансовых центра контролируют около 70% торгов акциями в мире. В десятку лидеров также вошли Токио, Шанхай, Чикаго, Цюрих, Женева и Сидней<sup>110</sup>.

Москва должна стать местом сосредоточения институтов, осуществляющих валютные, кредитные и банковские операции, а также сделки с ценными бумагами и золотом. Предполагается, что МФЦ существенно

---

<sup>109</sup> Романова Марина Владимировна советник государственной гражданской службы Российской Федерации 2 класса, доктор экономических наук, профессор кафедры «Страхование» МФПА

<sup>110</sup> Волошин девальвировал МФЦ Финансовый центр в Москве будет региональным  
// www. Gazeta.ru 20.05.2011



укрепить позиции рубля как одной из возможных резервных валют наряду с долларом и евро.

*В последнее время обсуждается территориальное место нахождения МФЦ.* Мэр Москвы считает, что создание МФЦ является одной из приоритетных городских программ Москвы. Однако большинство экспертов считают, что столице необходим новый центр предпринимательской активности как символ МФЦ и образец современной деловой инфраструктуры. «Москве нужно выделить площадку, где будет визуально представлен Международный финансовый центр. Это должен быть некий аналог Уолл-стрит», - резюмирует Владимир Новиков из Всероссийского союза страховщиков.

«Создание МФЦ - это синтетическая программа. Не стоит привязываться к географии, - заявил на общественных слушаниях Андрей Шаронов. Таким образом, столичные власти отвечают только за инфраструктурную часть проекта создания МФЦ. Создание экономических, финансовых и налоговых предпосылок для появления МФЦ возложено на плечи федеральных структур.<sup>111</sup>

*Теперь более подробно остановимся на налоговых предпосылках.*

В Проекте Концепции указывается, что создание МФЦ требует целого ряда изменений в российской налоговой системе – как с точки зрения упрощения и уточнения налогообложения и налогового администрирования, так и с точки зрения снижения ставок и предоставления налоговых льгот.

Проектом Концепции, в частности, предусмотрены предложения:

#### **I. По налогу на прибыль организаций**

1) формирование налоговой базы с учетом сальдирования прибыли и убытков по операциям с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок; установление для юридических лиц порядка переноса убытков по сделкам с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок на последующие налоговые периоды (подпункты «в» и «г»

---

<sup>111</sup> О перспективе создания в Москве Международного финансового центра// [www.digest.subscribe.ru](http://www.digest.subscribe.ru)

пункта 6.2 концепции).

В настоящее время Налоговый кодекс Российской Федерации (далее - НК РФ) устанавливает раздельное определение налоговых баз по операциям с ценными бумагами, обращающимися и не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, а также по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок, обращающимися и не обращающимися на организованном рынке.

Одновременно НК РФ предусматривает возможность уменьшения налоговой базы отчетного (налогового) периода по операциям с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, на убыток (убытки) предыдущего налогового периода (предыдущих налоговых периодов) от операций с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, в порядке и на условиях, которые установлены статьей 283 НК РФ.

Аналогичная норма установлена по ценным бумагам, не обращающимся на организованном рынке ценных бумаг, а также по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок (далее – ФИСС), не обращающимися на организованном рынке.

Порядок налогообложения операций с ФИСС регулируется следующими нормативными документами:

1. Налоговым кодексом Российской Федерации ст. 301-305,326 НК РФ.
2. Федеральным законом от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее Закон).
3. Положением о видах производных финансовых инструментов, утвержденным Приказом ФСФР России от 04.03.2010 N 10-13/пз-н (далее – Положение).

В соответствии с Законом к основным ФИСС относятся форварды, фьючерсы, расчетный форвард, опцион, срочную часть сделки своп. При этом по своп-контрактам полученные доходы и понесенные расходы по

обязательствам (требованиям) из своп - контрактам учитываются при определении налоговой базы с ФИСС (п. 7 ст.304 НК РФ). В основном своп – контракты относятся к ФИСС не обращающимся на ОРЦБ.

Для целей налогообложения организаций по операциям с ФИСС выделяются

ФИСС, обращающиеся на организованном рынке (далее – ОР);

ФИСС, не обращающиеся на ОР;

Операции хеджирования.

На порядок налогообложения операций с ФИСС у банков влияет: являются ли они профессиональными участниками рынка ценных бумаг и осуществляют дилерскую деятельность (табл. 11).

Таблица 11.

Порядок налогообложения у организаций операций с ФИСС

	Наименования ПИФ	убытки	Примечание	Основание
Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность	ФИСС, обращающиеся на ОР	Уменьшают налоговую базу, определенную в соответствии со ст. 274 НК РФ.		П.2 ст. 304 НК РФ
	ФИСС, не обращающиеся на ОР	уменьшают налоговую базу, определенную в соответствии со ст. 274 НК РФ.		П.5 ст. 304 НК РФ
	хеджирование	Учитываются при определении налоговой базы, при расчете которой в соответствии со ст. 274 НК РФ, а учитываются доходы и расходы, связанные с объектом хеджирования	Составляет справку о возможности уменьшения неблагоприятных последствий при заключении данных сделок	П. 5 ст. 301, п. 5 ст. 304 Ст. 326 НК РФ
Профессиональный участник рынка ценных бумаг, не осуществляющий дилерскую деятельность	ФИСС, обращающиеся на ОР	Уменьшают налоговую базу, определенную в соответствии со ст. 274 НК РФ.		П.2 ст. 304 НК РФ
	ФИСС, не обращающиеся на ОР	Не уменьшают налоговую базу, определенную в соответствии со ст. 274 НК РФ, а уменьшают налоговую базу ФИСС, не обращающихся на ОР.		П.3, 4 ст. 304 НК РФ

## Окончание таблицы 11

	хеджирование	Учитываются при определении налоговой базы, при расчете которой в соответствии со ст. 274 НК РФ, а учитываются доходы и расходы, связанные с объектом хеджирования	Составляет справку о возможности уменьшения неблагоприятных последствий при заключении данных сделок	П. 5 ст. 301, п. 5 ст. 304 Ст. 326 НК РФ
Не профессиональный участник рынка ценных бумаг, не осуществляющий дилерскую деятельность	ФИСС, обращающиеся на ОР	Уменьшают налоговую базу, определенную в соответствии со ст. 274 НК РФ.		П.2 ст. 304 НК РФ
	ФИСС, не обращающиеся на ОР	Не уменьшают налоговую базу, определенную в соответствии со ст. 274 НК РФ, а уменьшают налоговую базу ФИСС, не обращающихся на ОР.		П.3, 4 ст. 304 НК РФ
	хеджирование	Учитываются при определении налоговой базы, при расчете которой в соответствии со ст. 274 НК РФ, а учитываются доходы и расходы, связанные с объектом хеджирования	Составляет справку о возможности уменьшения неблагоприятных последствий при заключении данных сделок	П. 5 ст. 301, п. 5 ст. 304 Ст. 326 НК РФ

Таким образом, НК РФ уже предусматривает специальный механизм уменьшения налоговой базы на сумму полученных убытков, что является своеобразным способом сальдирования прибыли и убытков организации разных налоговых периодов;

2) освобождение от обложения налогом прибыли от реализации ценных бумаг институциональными инвесторами и стратегическими акционерами.

Глава 25 «Налог на прибыль организаций» НК РФ не содержит специальных статей, устанавливающих льготы по данному налогу в виде освобождения от налогообложения прибыли от определенных видов деятельности или операций. Под определение льготы, приведенное в статье 56 НК РФ, подходит установленное для отдельных категорий плательщиков налога на прибыль преимущества по сравнению с другими

налогоплательщиками в виде уменьшения ставки налога, вплоть до 0% (например, для сельскохозяйственных товаропроизводителей, резидентов особой экономической зоны, понижение ставки законами субъектов Российской Федерации).

Однако Федеральным законом от 28.12.2010 N 395-ФЗ внесены изменения в главу 25 НК РФ. С 2011 г. по 2020 г. доходы от операций по реализации или иного выбытия долей участия в уставном капитале российских организаций облагаются по нулевой ставке (п.4.1 ст.284 НК РФ). Аналогичная ставка применяется при продаже акций российских организаций. При этом в ст.284.1 НК РФ установлены особенности применения нулевой ставки. Так, на дату продажи акций или долей участия в уставном капитале российских организаций налогоплательщик должен владеть ими более пяти лет (п.1 ст.284.2 НК РФ). При реализации акций российских организаций согласно п.2 ст.284.2 НК РФ должно выполняться также еще одно из условий:

- в течение всего срока владения акции относятся к ценным бумагам, не обращающимся на ОРЦБ;
- акции относятся к ценным бумагам, обращающимся на ОРЦБ, но в течение всего срока владения являются акциями высокотехнологического (инновационного) сектора экономики;
- на дату приобретения акции относились к ценным бумагам, не обращающимся на ОРЦБ, а на дату реализации относятся к ценным бумагам, обращающимся на ОРЦБ, и являются акциями высокотехнологического (инновационного) сектора экономики.
- Правительство РФ должно установить порядок отнесения акций российских организаций, обращающихся на ОРЦБ, к акциям высокотехнологического (инновационного) сектора экономики (п.3 ст.284.2 НК РФ).

Таким образом, в предлагаемом виде предложения об освобождении от налогообложения прибыли от реализации ценных бумаг реализованы для всех налогоплательщиков;

3) освобождение от обложения налогом дивидендов, полученных институциональными инвесторами и дивидендов, полученных от стратегических инвестиций (доля не менее 25% в капитале организации, минимальный срок непрерывного владения акциями – не менее 365 дней).

С 1 января 2008 года в соответствии с изменениями, внесенными в НК РФ Федеральным законом от 16.05.2007 № 76-ФЗ, по дивидендам, выплачиваемым российским организациям, применяется налоговая ставка 0%, если организация, получающая дивиденды, имеет на праве собственности не менее 50% вкладов в уставном (складочном) капитале организации, выплачивающей дивиденды; непрерывный период владения указанной долей (не менее 50%) в уставном капитале составляет не менее 365 календарных дней; стоимость доли в уставном капитале составляет не менее 500 млн. рублей.

Данная норма расширена по дивидендам, выплачиваемым, начиная с 2010 года. Нулевая ставка применяется в отношении любых дивидендов, если доля в уставном капитале составляет не менее 50 процентов и срок непрерывного владения такой долей составляет не менее 365 дней независимо от ее стоимости.

Кроме того, из приложения №2 к проекту Концепции следует, что из 10 иностранных государств, налоговые системы которых анализировались при подготовке рассматриваемого материала, в 5 предусмотрены ставки для налогообложения дивидендов (Нью-Йорк, Франкфурт, Мумбаи, Шанхай, Варшава).

## **II. По налогу на добавленную стоимость**

1) подпунктом 6.3 Раздела 6 «Совершенствование системы налогообложения операций на финансовых рынках» Плана мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации определены мероприятия по совершенствованию системы налогообложения, предусматривающие освобождение от налогообложения налогом на добавленную стоимость услуг оказываемых профессиональными участниками рынка ценных бумаг (брокерских депозитарных, услуг по андеррайтингу, услуг

биржи).

Данное предложение не поддерживается по следующим основаниям.

Подпунктом 12 пункта 2 статьи 149 НК РФ предусмотрено освобождение от налогообложения операций по реализации ценных бумаг и инструментов срочных сделок (включая форвардные, фьючерсные контракты, опционы).

Таким образом, на основании данной нормы НК РФ от налогообложения налогом на добавленную стоимость освобождаются операции купли-продажи ценных бумаг, осуществляемые как профессиональными участниками рынка ценных бумаг, так и инвесторами от своего имени и за свой счет. При этом указанное освобождение не применяется в отношении посреднических услуг.

Освобождение от налогообложения посреднических услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг создаст прецедент для других посредников, в том числе для страховых и таможенных брокеров, осуществляющих деятельность в интересах другого лица.

Наряду с этим, согласно вышеназванной норме НК РФ не подлежат налогообложению доходы, полученные налогоплательщиком от операций по реализации инструментов срочных сделок, включая вариационную маржу по фьючерсным контрактам и опционную премию;

2) предложение по предоставлению налогоплательщику права совершать операции с расчетными финансовыми инструментами, а также операции с поставочными финансовыми инструментами до поставки без взимания НДС, а также освобождение от НДС вариационной маржи по биржевым финансовым инструментам срочных сделок, а также опционных премий предлагаем исключить по следующим основаниям.

В соответствии со статьей 154 НК РФ в налоговую базу не включается оплата, частичная оплата, полученная налогоплательщиком в счет предстоящих поставок товаров (выполнения работ, оказания услуг) которые не подлежат налогообложению (освобождаются от налогообложения).

Статьей 162 НК РФ предусмотрены особенности определения налоговой базы с учетом сумм связанных с расчетами по оплате товаров (работ, услуг),

операции по реализации которых подлежат налогообложению НДС.

Если налогоплательщиком получены средства, связанные с реализацией товаров (работ, услуг) не облагаемых НДС, либо местом реализации которых в соответствии со статьями 147 и 148 НК РФ не признается территория Российской Федерации, то указанные средства не подлежат налогообложению НДС.

Таким образом, содержащиеся в Концепции предложения, урегулированы положениями пункта 1 статьи 154 и статьей 162 НК РФ.

### **III. По налогу на доходы физических лиц:**

1) формирование налоговой базы для физических лиц с учетом сальдирования прибыли и убытков по операциям со всеми финансовыми инструментами на биржевом рынке, а также уточнение порядка налогообложения для сложных (смешанных) инструментов.

Гражданское законодательство Российской Федерации (далее – ГК РФ) не регулирует правовой статус физических лиц, осуществляющих операции с финансовыми инструментами срочных сделок, базисным активом по которым являются ценные бумаги и иные товарно-материальные ценности (углеводороды, зерно, драгоценные камни и металлы), на предмет их обязанности зарегистрироваться в качестве индивидуальных предпринимателей, хотя очевидно, что совершение таких операций на регулярной основе содержит признаки предпринимательской деятельности, предусмотренные положениями абзаца 3 пункта 1 статьи 2 ГК РФ.

Федеральным законом от 25.11.2009 N 281-ФЗ внесены изменения и дополнения в главу 23 НК РФ. Данная глава дополнена следующими статьями.

Статья 214.1. Особенности определения налоговой базы, исчисления и уплаты налога на доходы по операциям с ценными бумагами и по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок;

Статья 214.2. Особенности определения налоговой базы при получении доходов в виде процентов, получаемых по вкладам в банках;

Статья 214.2.1. Особенности определения налоговой базы при получении



доходов в виде платы за использование денежных средств членов кредитного потребительского кооператива (пайщиков), процентов за использование сельскохозяйственным кредитным потребительским кооперативом средств, привлекаемых в форме займов от членов сельскохозяйственного кредитного потребительского кооператива или ассоциированных членов сельскохозяйственного кредитного потребительского кооператива;

Статья 214.3. Особенности определения налоговой базы по операциям РЕПО, объектом которых являются ценные бумаги

Статья 214.4. Особенности определения налоговой базы по операциям займа ценными бумагами

Таким образом, формирование налоговой базы для физических лиц с учетом сальдирования прибыли и убытков по операциям с финансовыми инструментами на биржевом рынке частично решена, а также уточнен порядок налогообложения для сложных (смешанных) инструментов;

3) освобождение от налогообложения доходов физических лиц от реализации ценных бумаг при условии длительного срока владения ими бумагами (не менее 1 года).

Начиная с 1 января 2011 года, согласно п. 17.2 ст. 217 НК РФ не подлежат налогообложению (освобождаются от налогообложения) следующие виды доходов физических лиц: доходы, получаемые от реализации (погашения) долей участия в уставном капитале российских организаций, а также акций, указанных в пункте 2 статьи 284.2 НК РФ, при условии, что на дату реализации (погашения) таких акций (долей участия) они непрерывно принадлежали налогоплательщику на праве собственности или ином вещном праве более пяти лет;

4) освобождение от налогообложения доходов физических лиц в виде дивидендов по акциям;

Действующая сегодня система льгот и налоговых стимулов в отношении доходов физических лиц сориентирована на осуществление ими определенного вида расходов (на приобретение жилья, медицинское и пенсионное

страхование, благотворительные и образовательные цели) и выражается в уменьшении налоговой базы по доходам, полученным от любой деятельности (трудовой, предпринимательской, инвестиционной, творческой).

При этом ни один вид упомянутой доходной деятельности не предполагает применения нулевых ставок налога, за исключением снижения с 13 до 9 процентов ставки налога в отношении доходов от долевого участия в организациях, включая дивиденды по акциям.

Нулевая ставка применяется в отношении доходов, полученных в виде государственных пособий, пенсий, стипендий, субсидий, компенсационных выплат, алиментов, грантов, единовременной материальной помощи, в порядке наследования и т.п., т.е. доходов, происхождение которых практически не связано с активной деятельностью налогоплательщика.

В связи с изложенным, применение нулевой ставки налога для инвесторов – физических лиц в отношении доходов в виде дивидендов по акциям не поддерживается;

5) установление для физических лиц порядка переноса убытков по сделкам на биржевом рынке с финансовыми инструментами на последующий налоговый период.

Федеральным законом от 28.12.2010 N 395-ФЗ с 1 января 2012 года абзац шестой пункта 12 статьи 214.1 будет изложен в новой редакции.

Отрицательный финансовый результат, полученный в налоговом периоде по отдельным операциям с ценными бумагами, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, которые на момент их приобретения относились к ценным бумагам, обращающимся на организованном рынке ценных бумаг, может уменьшать финансовый результат, полученный в налоговом периоде по операциям с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг.

Отрицательный финансовый результат по каждой совокупности операций, указанных в подпунктах 1 - 4 пункта 1 статьи 214.1, признается убытком. Учет убытков по операциям с ценными бумагами и по операциям с

финансовыми инструментами срочных сделок осуществляется в порядке, установленном настоящей статьей и статьей 220.1 НК РФ.

б) выравнивание условий налогообложения операций с ценными бумагами для резидентов и нерезидентов.

Статья 214.1 главы 23 НК РФ содержит единый порядок налогообложения доходов физических лиц (как резидентов, так и нерезидентов) от операций с ценными бумагами в Российской Федерации. Более того, абсолютное большинство заключенных Российской Федерацией соглашений об избежании двойного налогообложения предполагает исключительное право соответствующего иностранного государства на налогообложение доходов ее резидентов, полученных от операций купли-продажи ценных бумаг в Российской Федерации;

7) освобождение от налогообложения части прибыли, направляемой на увеличение капитализации институтов финансового рынка.

Английский термин «capital gains» переводится на русский язык как «прирост капитала» и касается доходов от отчуждения имущества, а не от увеличения его стоимости. В английской экономической лексике имеется понятие «taxes on capital appreciation», т.е. налог на переоценку или удорожание капитала (имущества), который в отношении физических лиц в России не применяется;

8) введение стимулирующего налогообложения для клиентов НПФ.

При определении налоговой базы учитываются доходы, полученные налогоплательщиком в виде страховых выплат, за исключением выплат, полученных по договорам добровольного пенсионного страхования, заключенным физическими лицами в свою пользу со страховыми организациями, при наступлении пенсионных оснований в соответствии с законодательством Российской Федерации (п. 4 ст. 213 НК РФ).

О порядке исчисления и уплаты налога на доходы физических лиц по договорам добровольного долгосрочного страхования жизни и договорам добровольного пенсионного страхования, заключенным до дня вступления в

силу Федерального закона от 24.07.2007 N 216-ФЗ, страховые взносы по которым до дня вступления в силу указанного Закона были в полном объеме уплачены за физических лиц из средств работодателей, см. статью 3.1 Федерального закона от 24.07.2007 N 216-ФЗ (в редакции Федерального закона от 07.03.2011 N 24-ФЗ).

Согласно ст. 3.1, Федеральный закон от 24.07.2007 N 216-ФЗ (ред. от 07.03.2011) "О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации" по договорам добровольного пенсионного страхования, заключенным работодателями в пользу своих работников до дня вступления в силу Федерального закона 24.07.2007 №216-ФЗ, страховые взносы по которым до дня вступления в силу настоящего Федерального закона были в полном объеме уплачены за физических лиц из средств работодателей, исчисление и уплата налога на доходы физических лиц производятся в порядке, действовавшем до дня вступления в силу указанного Федерального закона (налогообложению подлежат страховые взносы).

В соответствии с п. 1 ст. 213. НК РФ при определении налоговой базы по договорам негосударственного пенсионного обеспечения и договорам обязательного пенсионного страхования, заключаемым с негосударственными пенсионными фондами, не учитываются:

страховые взносы на обязательное пенсионное страхование, уплачиваемые организациями и иными работодателями в соответствии с законодательством Российской Федерации;

накопительная часть трудовой пенсии;

суммы пенсий, выплачиваемых по договорам негосударственного пенсионного обеспечения, заключенным физическими лицами с имеющими соответствующую лицензию российскими негосударственными пенсионными фондами в свою пользу;

суммы пенсионных взносов по договорам негосударственного пенсионного обеспечения, заключенным организациями и иными

работодателями с имеющими соответствующую лицензию российскими негосударственными пенсионными фондами;

суммы пенсионных взносов по договорам негосударственного пенсионного обеспечения, заключенным физическими лицами с имеющими соответствующую лицензию российскими негосударственными пенсионными фондами в пользу других лиц.

При определении налоговой базы учитываются:

суммы пенсий физическим лицам, выплачиваемых по договорам негосударственного пенсионного обеспечения, заключенным организациями и иными работодателями с имеющими соответствующую лицензию российскими негосударственными пенсионными фондами;

суммы пенсий, выплачиваемых по договорам негосударственного пенсионного обеспечения, заключенным физическими лицами с имеющими соответствующую лицензию российскими негосударственными пенсионными фондами в пользу других лиц;

денежные (выкупные) суммы за вычетом сумм платежей (взносов), внесенных физическим лицом в свою пользу, которые подлежат выплате в соответствии с пенсионными правилами и условиями договоров негосударственного пенсионного обеспечения, заключенных с имеющими соответствующую лицензию российскими негосударственными пенсионными фондами, в случае досрочного расторжения указанных договоров (за исключением случаев их досрочного расторжения по причинам, не зависящим от воли сторон, или перевода выкупной суммы в другой негосударственный пенсионный фонд), а также в случае изменения условий указанных договоров в отношении срока их действия.

Указанные в настоящем пункте суммы подлежат налогообложению у источника выплат. Таким образом, освобождены от налогообложения в определенных пределах пенсионных выплат, полученных в рамках негосударственного пенсионного обеспечения, при условии, что взносы в НПФ осуществляют сами физические лица. Что касается налогообложения налогом

на прибыль операций по страхованию, то необходимо иметь следующее.

Пунктом 1 ст. 263 НК РФ расходы на обязательное и добровольное имущественное страхование включают страховые взносы по всем видам обязательного страхования, а также по следующим видам добровольного имущественного страхования:

1) добровольное страхование средств транспорта (водного, воздушного, наземного, трубопроводного), в том числе арендованного, расходы на содержание которого включаются в расходы, связанные с производством и реализацией;

2) добровольное страхование грузов;

3) добровольное страхование основных средств производственного назначения (в том числе арендованных), нематериальных активов, объектов незавершенного капитального строительства (в том числе арендованных);

4) добровольное страхование рисков, связанных с выполнением строительно-монтажных работ;

5) добровольное страхование товарно-материальных запасов;

6) добровольное страхование урожая сельскохозяйственных культур и животных;

7) добровольное страхование иного имущества, используемого налогоплательщиком при осуществлении деятельности, направленной на получение дохода;

8) добровольное страхование ответственности за причинение вреда или ответственности по договору, если такое страхование является условием осуществления налогоплательщиком деятельности в соответствии с международными обязательствами Российской Федерации или общепринятыми международными требованиями;

9) добровольное страхование риска ответственности за неисполнение либо ненадлежащее исполнение обязательств, связанных с финансированием строительства и (или) со строительством олимпийских объектов, осуществляемое в соответствии со статьей 14 Федерального закона от 1 декабря

2007 года N 310-ФЗ "Об организации и о проведении XXII Олимпийских зимних игр и XI Паралимпийских зимних игр 2014 года в городе Сочи, развитии города Сочи как горноклиматического курорта и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации";

9.1) добровольное страхование имущественных интересов, связанных с обращением банковских карт, выпущенных (эмитированных) налогоплательщиком, в случаях возникновения убытков страхователя в результате проведения третьими лицами операций с использованием поддельных, утерянных или украденных у держателей банковских карт, списания денежных средств на основании подделанных слипов или квитанций электронного терминала, подтверждающих проведение операций держателем банковской карты, проведения иных незаконных операций с банковскими картами;

10) другие виды добровольного имущественного страхования, если в соответствии с законодательством Российской Федерации такое страхование является условием осуществления налогоплательщиком своей деятельности.

Таким образом, при создании МФЦ имеет некоторые преимущества, поскольку расходы у организаций в виде страховых премий по договорам добровольного страхования ответственности в некоторых случаях признается соответствии с общепринятыми международными требованиям.

Учитывая изложенное, действующая система налогообложения не является существенным препятствием для создания международного финансового центра в Российской Федерации.

## РАЗДЕЛ III. СОЗДАНИЕ МФЦ В МОСКВЕ (РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ)

### *8. Институциональные предпосылки и условия создания международного финансового центра в Москве<sup>112</sup>*

В своем послании Федеральному Собранию Президент РФ подчеркнул, что превращение Москвы в крупный международный финансовый центр остается для России в числе важных проектов. В послании говорится: «...выгоды от эффективного финансового рынка будут очевидны как для граждан, так и для компаний, которые смогут пользоваться всем набором современных финансовых услуг, и, разумеется, для всей России – за счет притока капиталов и налогов, полученных от расширения экономической деятельности»<sup>113</sup>. Определимся, что, на наш взгляд, является необходимым условием, для того, чтобы данный посыл был реализован на практике.

Вне всякого сомнения, такие меры как повышение общей привлекательности России и Москвы для иностранного инвестора или даже просто делового посетителя, создание комфортных условий пребывания и работы имеют важнейшее значение для реализации идеи превращения Москвы в один из международных финансовых центров. Очевидно, что набор мер экономического и финансового стимулирования также может быть разработан и реализован. Однако, прежде всего, необходимо определиться, что является главной целью создания в России международного финансового центра (МФЦ), насколько состояние финансового рынка самой России подготовлено к этому, можно ли вообще говорить о том, что в России сложилась какая-либо модель функционирования финансового рынка. Ведь не думаем же мы, что при несовершенном национальном финансовом рынке нам удастся создать эффективный оазис, в пределах которого будет обеспечено привлечение и размещение капиталов в международных масштабах. Здесь даже не первым

---

<sup>112</sup> Котляров М.А., д.э.н., старший научный сотрудник Института экономики Уральского отделения РАН.

<sup>113</sup> Электронный ресурс, режим доступа: <http://news.kremlin.ru/news/9637>



вопросом является законодательство или действующая модель регулирования. Коль скоро главная стратегическая цель создания в Москве МФЦ заключается в том, чтобы в Россию пришли иностранные субъекты за капиталом, т.е. им было выгодно привлекать капиталы на этой площадке, мы должны сами понимать, сложилась ли вообще какая-нибудь модель функционирования финансового рынка в России. Дело в том, что либо механизм МФЦ придется к ней адаптировать, что маловероятно, либо скорее всего российскую модель доводить до стандартов, соответствующих требованиям МФЦ.

**Финансовый рынок в институциональном представлении.** При обращении к проблеме повышения эффективности функционирования финансового рынка мы часто слышим тезис о необходимости совершенствования институциональной структуры регулирования финансового рынка. При этом содержание, которое вкладывается различными исследователями в понятие институциональной структуры рынка, требует серьезной проработки. В данной статье мы попытаемся защитить положение, согласно которому сводить институциональную организацию финансового рынка к совокупности участников-институтов, регуляторов и элементов инфраструктуры методологически некорректно, а представление финансового рынка с точки зрения институциональной науки имеет не только научный смысл, но и практическое значение для организации эффективного регулирования финансового рынка.

Современные исследователи отмечают: «Следуя новой институциональной экономической теории, мы определяем институты как правила поведения, то есть как регулятивные принципы, которые предписывают или, наоборот, запрещают те или иные способы действия. Эти правила одновременно ограничивают и стимулируют хозяйственных агентов, позволяют им совершать осознанный выбор и предусматривать реакцию окружающих»<sup>114</sup>. Наука об институциональной экономике так определяет понятие института: «Институт – это совокупность, состоящая из правила или

нескольких правил и внешнего механизма принуждения индивидов к исполнению этого правила»<sup>115</sup>.

В различных сферах деятельности институциональный подход открывает большой потенциал для организации и упорядочивания экономических отношений, формирует для них комфортную окружающую среду, обеспечивает их устойчивое развитие. Важно подчеркнуть, что основное назначение институтов в экономике не в том, чтобы быть просто правилами игры, а именно в функциональной организации взаимодействия людей, групп, организаций.

Институциональный подход в экономике позволяет комплексно посмотреть на круг возможностей организаций, а регулирование на его основе и при понимании законов и закономерностей его функционирования – трансформировать границы возможностей самих участников экономических отношений.

Институциональная парадигма открывает новые возможности исследования отношений на финансовом рынке. По нашему мнению применение такого подхода является целесообразным в силу следующих причин:

во-первых, благодаря институциональному подходу получаем возможность идентифицировать существенные характеристики, которые, в свою очередь, обеспечивают устойчивость финансовых отношений. Иными словами - институты непосредственно воздействуют на экономические отношения;

во-вторых, транзакционные издержки в рамках новой институциональной теории могут быть рассмотрены в качестве одной из базисных категорий. Данное обстоятельство предопределяет наличие особого класса компаний, деятельность которых связана с оказанием транзакционных услуг (посредничество в процессе перераспределения сбережений и инвестиций, взаиморасчетов, передачи прав собственности на активы

---

<sup>114</sup> Федеральный закон от 26 июля 2006 года N 135-ФЗ (в ред. от 05.04.2010 N 40-ФЗ, с изм., внесенными Федеральным законом от 18.07.2009 N 181-ФЗ). – С. 8.

<sup>115</sup> Кузьминов Я. и др. Институты: от заимствования к выращиванию // Вопросы экономики. 2005. № 5. – С. 23.

различных типов);

в-третьих, неоинституциональная парадигма основана на эволюционном подходе к исследованию экономических явлений и процессов. Таким образом, это может служить основой изучения сложноорганизованных, зачастую неустойчивых, систем в переходный период их развития, определять возможность поиска форм их структурирования. В этой связи построение прогрессивной конфигурации обновленных институциональных форм выступает ключевой задачей реформирования финансовых отношений;

в-четвертых, данный подход позволяет вывить корреляцию глобальных (мировых долгосрочных) тенденций развития рынков и локальных экономических процессов.

Финансовые отношения можно отнести к относительно новой области применения институционального подхода, тем более, если взять такой аспект как регулирование финансового рынка. По нашему мнению, основным критерием для выделения моделей финансовых рынков и их институциональной структуры является степень участия фондового рынка и банковской системы в обеспечении корпоративного финансирования. Говоря языком институциональной науки, одной из основ функционирования и развития финансового рынка является изначальное предпочтение субъектом того или иного способа привлечения капитала. Отсюда следует, что представление эффективного механизма регулирования финансового рынка должно основываться, в том числе, и на понимании, какая модель привлечения капитала доминирует в стране.

**Модели институциональной организации финансового рынка в зарубежной практике.** Привлечение инвестиционных ресурсов в экономической системе возможно двумя основными способами – посредством механизмов кредитования, либо через реализацию эмиссии ценных бумаг и финансовых инструментов на фондовом рынке. Исходя из обозначенных критериев, выделяют две основные модели финансового рынка и его инфраструктуры. Модель первого типа (американская) характерна для

экономик, в которых фондовый рынок выступает ведущим механизмом привлечения инвестиций. В модели второго типа – банковской модели финансового рынка (континентальной или европейской) – основным кредитором экономики выступает банковская система. На современных финансовых рынках в чистом виде ни одна из этих моделей не реализована, на практике, как правило, встречается смешанный тип с доминированием основных черт той или иной модели. Таким образом, строгое дифференцирование американской и европейской модели финансового рынка носит условный характер. В последней четверти двадцатого века происходила унификация национальных моделей финансовых рынков, постепенное сближение и стирание границ между ними. Однако, не смотря на это обстоятельство, на сегодняшний день остается довольно много существенных различий между американской и континентальной моделями организации финансового рынка и корпоративного финансирования. Специфическими чертами обозначенных моделей являются следующие параметры: степень ориентированности на механизмы первичных размещений на открытом рынке, доминирующая структура корпоративной собственности, преобладающие способы привлечения инвестиционных ресурсов, соотношение собственных и заемных средств, правовые традиции, а также уровень концентрации банковской системы. Наиболее принципиальные характеристики двух принципиальных моделей представлены в таблице 12.

Сложившаяся в стране модель финансового рынка является определяющим моментом для превалирования тех или иных посредников на финансовом рынке – небанковских компаний по ценным бумагам (инвестиционные банки, фонды) или банков (континентальная модель). В ряде стран можно выделить смешанный состав посредников, когда оба типа посредников представлены в равной мере.

## Сравнение институциональных моделей финансового рынка

Критерий сравнения	Модель финансового рынка и системы корпоративного финансирования	
	Англосаксонская (ориентация на привлечение капитала с фондового рынка)	Континентальная (ориентация на привлечение капитала от банковской системы)
Степень открытости	Публичное развитие, привлечение финансирования посредством процедур IPO, SPO	Существенно меньшая публичность корпораций
Структура собственности	Значительная распыленность акционерной собственности среди большого числа миноритарных акционеров	Высокий уровень концентрации корпоративного контроля в руках крупных акционеров
Использование собственного / заемного капитала	Приоритет собственных источников финансирования (IPO, SPO, прибыль и амортизация)	Инвестиционная деятельность ориентирована на использование заемного капитала
Модель корпоративного управления (финансирования и контроля)	Корпоративная собственность «распылена» между значительным числом миноритарных акционеров	Преобладание мажоритарных собственников, большинство из которых – крупные банковские организации
Правовые традиции	Эффективная защита прав миноритарных акционеров, что создает масштабный и ликвидный рынок ценных бумаг	Эффективная защита прав мажоритариев
Уровень концентрации банковской системы	Меньшая степень концентрации банковской системы, высокий уровень диверсификации инвестиционных институтов, высокая роль инвестиционных банков	Характерен высокий уровень концентрации банковской системы

Представляется целесообразным выполнить сопоставление национальных моделей финансовых рынков путем сравнительной оценки их институтов. Среди последних выделяют два основных – инвестиционный банк, характерный для США, и универсальный (коммерческий) банк, присутствующий в финансовой модели европейского типа.

В первой трети двадцатого века коммерческие банки в США функционировали как универсальные институты, осуществляли размещение корпоративных ценных бумаг и андеррайтинг. Чаще всего крупные банки того времени представляли собой структуры, объединенные с трастовыми и

страховыми компаниями. Одной из причин биржевого кризиса 1929 года послужило отсутствие диверсификации операционных финансовых рисков. Кроме того, в 1920-30-е годы отсутствовала практика регулирования эмиссий ценных бумаг в национальных масштабах и практика управления потоками движения акционерного капитала. После Великой Депрессии в США, Канаде и ряде европейских государств произошло законодательное разделение коммерческого банковского дела и инвестиционной банковской деятельности. Однако, в Германии, Японии, Великобритании, где функциональная специализация основывалась на традициях, такого законодательного разделения не произошло. Основой банковской реформы США в 1933 году стал законодательный акт Гласса-Стигала. Последний воплотил в себе антимонопольную политику в области финансового рынка, основной направленностью которой стало развитие конкуренции между институтами и сегментами финансового рынка. В результате коммерческие банки были отделены от инвестиционных банков и брокерских компаний, получивших специальное правовое регулирование. С этого момента деятельность коммерческих банков в США оказалась сконцентрирована преимущественно в области депозитных и кредитных операций. До недавнего времени банковское законодательство США считалось неполноценным именно виду такого разделения, поскольку не позволяло банкам использовать эффект масштабируемости и охвата за счет совмещения традиционного банковского кредитования и деятельности на рынке ценных бумаг. Право создавать дочерние компании по торговле, работе с ценными бумагами и страховыми услугами вновь появилось у коммерческих банков США с принятием в марте 2000 года закона Греема-Лич-Блайли, упразднившего положения закона Гласа-Стигала. Однако в 2010 году такие обстоятельства, как необходимость защиты прав частных инвесторов и формирование механизмов сглаживания последствий финансовых кризисов обусловили принятие закона Додда-Фрэнка в рамках финансовой реформы Барака Обамы. Указанный закон предполагает императивную реструктуризацию банковских активов (снижение доли

высокорисковых), увеличение доли собственного капитала, взвешенного с учетом риска. Кроме того, устанавливаются существенные количественные ограничения на приобретение банками деривативов. Предполагается поэтапное введение новых требований в течение ближайших пяти лет, однако, по мнению экспертов, это приведет к значительному сокращению доходов коммерческих банков, что сместит фокус коммерческих и инвестиционных интересов последних в сторону развивающихся рынков. В таких действиях мы видим элемент государственной политики, направленной на защиту интересов внутреннего американского финансового рынка и его участников, и перенос риска на внешние, в особенности, на развивающиеся рынки.

Занятие США лидирующей роли на мировой финансовой арене, первенство в сфере инноваций в финансовой сфере во многом было обусловлено наличием стимула к совершенствованию конкуренции между посредниками финансового рынка (инвестиционными банками, коммерческими банками, фондами).

Особенностью инвестиционных, или, как их еще называют, деловых банков является более интенсивное развитие по сравнению с универсальными банками. Такая особенность характерна при этом для всех стран с разделенной банковской системой. Крайне развитая конкурентная среда, глобализация финансовых сделок определяют наличие значительных объемов рискованного свободного капитала, существование разветвленной инфраструктуры, а также высокий уровень менеджмента. Результатом всего этого является более высокая рентабельность североамериканских инвестиционных банков по сравнению с универсальными банками Европы и Японии, как по доходу на собственный капитал, так и по доходу на общую сумму активов.

Для различных типов банков характерен и различный подход, применяемый к оценке эффективности своей деятельности: для американских инвестиционных банков характерна оценка по прибыли на акцию, для континентальной модели универсальных банков – оценка по приросту баланса и депозитов. При этом для первых наблюдается тенденция к повышению

среднего значения балансовой маржи, для вторых – снижения значения балансовой маржи и привлеченных депозитов.

Тенденции развития инвестиционного банкинга неразрывно связаны с основами трансформациями американской модели финансового рынка, – приоритетом фондового рынка в обеспечении финансирования, распространенностью слияний и поглощений, широкой вовлеченностью частного инвестора в фондовый рынок. Для инвестиционных банков (investment bank), компаний по ценным бумагами (security firm), брокерских компаний (brokerage firm), инвестиционных подразделений универсальных банков континентальной модели общими характерными чертами являются: многофункциональность, масштабность, наличие разветвленной сети филиалов, присутствие на рынке одновременно в качестве брокеров, андеррайтеров и инвестиционных консультантов. Кроме того, подобные структуры могут выступать в качестве крупных «профессиональных» эмитентов, управляющих инвестиционных фондов и компаний, структур холдингового типа, доверенными лицами по трастам (трастовым портфелям). Андеррайтинг ценных бумаг при этом остается одной из их основных функций.

В континентальной модели финансового рынка преобладают профессиональные финансовые посредники (универсальные банки) через которых осуществляется перераспределение инвестиционных ресурсов. Законодательство при этом позволяет совмещать розничную депозитную деятельность с долгосрочными операциями по финансированию реального сектора. Как следствие этого в структуре финансирования преобладает долговая форма – кредитование. Континентальная модель финансового рынка, таким образом, основана на долговом, внешнем способе корпоративного финансирования. Являясь мажоритарными акционерами корпоративного сектора, универсальные банки доминируют на рынках капитала. Это обстоятельство, в свою очередь, подразумевает корпоративный контроль со стороны банков за инвестиционными решениями нефинансовых компаний.

В процессе создания и концентрации индустриального сектора экономики



значительная часть активности принадлежит универсальным банкам. При этом присутствует тесная взаимосвязь участников финансового рынка с экономической политикой государства. Критики видят в деятельности универсальных банков повышенную степень риска концентрации избыточной рыночной власти в единичных крупнейших банковских институтах и указывают на возможность конфликта интересов. Отдельного внимания в особенности заслуживают три традиционных фактора: членство банковского руководства в наблюдательных советах нефинансовых компаний; возможность распоряжаться голосами акционеров по доверенности; участие банков в капитале небанковских организаций, – все эти факторы являют собой концентрацию рыночной власти. Кроме того, существует риск снижения конкурентоспособности национальной экономики вследствие избыточной ориентации банков на стабильность, которая в совокупности с фактом рыночного веса универсальных банков может служить причиной отказа от инновационных, но рискованных инвестиций.

Выраженная конкуренция со стороны американских финансовых институтов вынуждает континентальную модель универсального банка пребывать в процессе постоянного совершенствования. Рынок капитала переживает значительные перемены собственной среды и в инвестиционной практике. Внедрение новых инструментов в 1990-е годы дал толчок значительному расширению рынка ценных бумаг. Небанковские источники инвестиционных ресурсов обеспечивают промышленным компаниям новые возможности привлечения капитала. Универсальные банки испытывают трудности вследствие вытеснения посредников и отказа от финансирования за счет банковских институтов. В силу текущего процесса интернационализации еврозоны универсальные банки вынуждены пребывать в состоянии жесточайшей конкурентной борьбы, как между собой, так и с небанковскими финансовыми институтами и нерезидентами. Единственный способ выживания для универсальных банков континентального типа в условиях усиливающейся конкуренции – использование инновационных технологий, продуктов и новых

услуг. Европейские банки в настоящее время переживают этап реструктуризации и адаптации при том, что многие американские банки уже прошли подобный этап, обусловленный конкуренцией со стороны небанковских институтов, нерезидентов, ослаблением регулирования на рынке финансовых услуг.

Наиболее распространенной стратегией выживания банков в условиях роста конкуренции было создание новых продуктов и услуг, диверсификация направлений деятельности, в первую очередь за счет сфер страхования и инвестиций. Основной моделью континентального типа банка становится универсальный банк, занимающийся наряду с классическими функциями финансового посредника торговлей ценными бумагами, страхованием, участием в капитале промышленных предприятий, консультированием и финансовым управлением. В большей степени широкая специализация банков, нежели их универсальность, становится основной стратегией выживания в новых условиях функционирования мирового рынка ссудных капиталов.

Рисковые инвестиции капитала в компании мелкой и средней капитализации становятся основным объектом внимания инвестиционных подразделений универсальных банков. Значительно расширяется спектр долговых инструментов, например, за счет кредитных деривативов; операции на рынке акций еврозоны проводятся по секторному признаку с учетом отрасли и капитализации, а не по страновому признаку.

Финансовые институты в странах с континентальной моделью финансового рынка также начинают приобретать черты интеграционного типа, тяготея к глобальному характеру деятельности, что выражается в диверсификации инвестиционной и коммерческой банковской деятельности.

**Определение круга институтов российского финансового рынка.** Одним из необходимых условий для формирования эффективной институциональной модели российского финансового рынка является наличие четкого представления об организации и его основных участниках. Попытка терминологического объединения разрозненных участников финансового

рынка и, следовательно, тех сегментов, на которых они работают, содержится в ФЗ «О защите конкуренции». Последний определяет, что финансовая услуга – «это банковская услуга, страховая услуга, услуга на рынке ценных бумаг, услуга по договору лизинга, а также услуга, оказываемая финансовой организацией и связанная с привлечением и (или) размещением денежных средств юридических и физических лиц». Под финансовой организацией понимается «хозяйствующий субъект, оказывающий финансовые услуги, - кредитная организация, кредитный потребительский кооператив, страховщик, страховой брокер, общество взаимного страхования, фондовая биржа, валютная биржа, ломбард, лизинговая компания, негосударственный пенсионный фонд, управляющая компания инвестиционного фонда, управляющая компания паевого инвестиционного фонда, управляющая компания негосударственного пенсионного фонда, специализированный депозитарий инвестиционного фонда, специализированный депозитарий паевого инвестиционного фонда, специализированный депозитарий негосударственного пенсионного фонда, профессиональный участник рынка ценных бумаг»<sup>116</sup>.

На наш взгляд, субъекты профессиональной деятельности, оказывающие услуги эмитентам, инвесторам и друг другу целесообразно объединить понятием *институты финансового рынка*. В состав указанных институтов входят:

- институциональные инвесторы;
- операторы финансового рынка;
- инфраструктура финансового рынка;
- институты вспомогательных услуг<sup>117</sup>.

Законодательное регулирование деятельности обозначенных институтов в основном включает установление лицензионных требований к их деятельности со стороны государственного регулирующего органа. В то же время, процедуры лицензирования являют собой на практике

---

<sup>116</sup> Федеральный закон от 26 июля 2006 года N 135-ФЗ (в ред. от 05.04.2010 N 40-ФЗ, с изм., внесенными Федеральным законом от 18.07.2009 N 181-ФЗ). – ст. 3.

административные барьеры, затрудняющие выход на рынок новых участников.

*Институциональные инвесторы* (инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании, управляющие компании и коммерческие банки) инвестируют в экономику временно свободные средства граждан и юридических лиц с целью получения инвестиционного дохода. Однако остаются ограниченными возможности, предоставляемые государством, для выбора или изменения соответствующих типов организации институциональных инвесторов. Причиной этого является неразвитость правовых основ доверительного управления. Индустрия акционерных инвестиционных фондов не получила широкого развития в частности, из-за трудностей, сопряженных с налогообложением и недоверием индивидуальных инвесторов. Страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, общества взаимного страхования пока в недостаточной степени наделены полномочиями институциональных инвесторов.

Под *операторами финансового рынка*, по нашему мнению, стоит понимать его участников, на профессиональной основе оказывающих услуги инвесторам и организаторам выпуска финансовых инструментов по совершению сделок (операций) с финансовыми инструментами:

- операторы фондового рынка (брокеры, дилеры, инвестиционные банки);
- доверительные управляющие (доверительные управляющие ценными бумагами, управляющие компании);
- кредитные организации (банки, небанковские кредитные организации, общества взаимного кредита);
- страховщики (страховые компании, пенсионные фонды, общества взаимного страхования);
- прочие операторы финансового рынка (лизинговые компании, ипотечные агенты, страховые брокеры).

Деятельность большинства операторов финансового рынка подлежит обязательному лицензированию в соответствии с действующим

---

<sup>117</sup> Лансков П. Развитие инфраструктуры финансового рынка и оптимизация его регулирования //

законодательством. Участник рынка ценных бумаг может иметь одновременно лицензию брокера, дилера и доверительного управляющего ценными бумагами. Наиболее развитый вариант такого сочетания видов деятельности представляет собой инвестиционный банк, однако в российском законодательстве деятельность в качестве инвестиционного банка не определена, что является существенным препятствием для развития рынка финансовых услуг.

**Понятие инфраструктуры финансового рынка.** Еще одним неотъемлемым элементом, понимание которого важно при обсуждении формирования модели финансового рынка, является понятие его инфраструктуры. В самых разнообразных описаниях любой специально организованной рыночной среды этот термин широко используется. Например, на рынке ценных бумаг инфраструктура обычно функционально определяется тем, что способствует заключению сделок и выполнению информационной поддержки эмитентов, инвесторов и профессиональных посредников<sup>118</sup>. По нашему мнению, в качестве инфраструктуры финансового рынка можно принять совокупность финансовых институтов, осуществляющих по отношению к институциональным и иным инвесторам, а также к операторам рынка функции по обслуживанию сделок с финансовыми инструментами (торговле, расчетам и учету их результатов), совершаемых с их участием или в их интересах. Ее основными элементами являются:

- торговая система (биржи, внебиржевые торговые площадки);
- учетная система (регистраторы и депозитарии);
- расчетная система (клиринговые и расчетные организации).

В настоящее время развитие новых технологий, автоматизация торговли и интернет-трейдинг стирают национальные границы между рынками капитала, устанавливают непосредственные связи между инвесторами и потребителями капитала. Правовой, организационной и технологической средой для проведения операторами рынка сделок с финансовыми инструментами, учета результатов торговли служит инфраструктура финансового рынка.

---

[http://www.rcb.ru/rcb/2008-09/13856/?phrase\\_id=1202325](http://www.rcb.ru/rcb/2008-09/13856/?phrase_id=1202325)

<sup>118</sup> Лансков П. Развитие инфраструктуры финансового рынка и оптимизация его регулирования // [http://www.rcb.ru/rcb/2008-09/13856/?phrase\\_id=1202325](http://www.rcb.ru/rcb/2008-09/13856/?phrase_id=1202325)

Таким образом, прежде чем говорить о формировании институциональной модели финансового рынка и выработке на этой основе модели регулирования, необходимо получить четкое представление о таких направлениях, как участник финансового рынка и инфраструктура финансового рынка. Основываясь на их четкой методологической и нормативно-правовой дефиниции, мы, вероятно, придем к тому, что проблема повышения эффективности финансового рынка лежит не только и не столько в плоскости регулирования конкретных видов профессиональной деятельности или определенных видов финансовых институтов по ведомственному принципу. Важно вписать финансовое регулирование в контекст общего функционирования экономической системы, что на практике подразумевает понимание органами регулирования, сложившийся или формирующийся тип привлечения и обслуживания капитала.

Возвращаясь к идее создания в России МФЦ, отметим, что в России складывается следующая тенденция. Банковский кредит, а также финансирование за счет собственных средств (прибыль, амортизация) не обеспечат потребностей в инвестиционных ресурсах крупнейших игроков российского рынка. Уклон в сторону фондовой модели рынка, преимуществом которой является гибкость, отсутствие конкретных сроков возврата привлеченных средств, скорее всего, будет увеличиваться. Все это будет происходить в условиях усиления концентрации ресурсов в крупнейших системообразующих банках. Таким образом, одним из условий для создания в России МФЦ является понимание, какая модель привлечения капитала складывается на российском финансовом рынке. Только после этого представления уместно говорить о дальнейших шагах на пути создания МФЦ.

## ***9. О развитии международного финансового центра в Москве во взаимодействии с государствами СНГ<sup>119</sup>***

Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года<sup>120</sup> предусматривает создание инфраструктуры международного финансового центра в Москве (далее - МФЦ). Концепция определяет создание МФЦ как систему взаимодействия организаций, нуждающихся в привлечении капитала, и инвесторов, стремящихся к размещению своих средств. Такая система охватывает участников из многих стран. За счет большого количества участников, интегрированности в мировые финансовые рынки и создания специальных условий регулирования МФЦ должен решить задачу привлечения и размещения капитала более эффективно, чем национальный фондовый рынок в настоящее время.

По нашему мнению, развитие МФЦ должно являться проектом, ориентированным в первую очередь на государства СНГ, они должны ощутить себя его полноправными участниками. МФЦ – это шаг к созданию общего рынка капиталов, обеспечение доступа эмитентов и инвесторов из стран СНГ на финансовые рынки друг друга, снижение зависимости от международного рынка ссудных капиталов. МФЦ может стать крупным центром перераспределения свободных финансовых ресурсов в странах СНГ.

Для решения этих задач при правительственной рабочей группе по созданию МФЦ действует проектная группа по взаимодействию в рамках СНГ, ЕврАзЭС и Таможенного союза в рамках ЕврАзЭС под руководством Татьяны Валовой. В данной проектной группе Межгосударственный банк возглавляет направление по взаимодействию в банковской сфере и готовит рекомендации по совершенствованию банковской инфраструктуры.

По информации, подготовленной экспертами, совокупные активы

---

<sup>119</sup> И.Суворов, Президент Межгосударственный банк, член проектной группы по взаимодействию в рамках СНГ, ЕврАзЭС и Таможенного союза в рамках ЕврАзЭС

<sup>120</sup> Распоряжение Правительства РФ №1662-р от 17 ноября 2008 года.

банковских систем стран СНГ, составлявшие на 1 июля 2010 года около \$1,2 трлн., распределены по странам неравномерно. Монопольное положение занимает Россия (где доминирует Москва): на нее приходится 78,8% всех банковских активов стран СНГ. Доли Украины, Казахстана и Беларуси составляет соответственно 9,0%, 6,6% и 2,6%. На все остальные страны приходится около 3,0% совокупных активов банковских систем стран Содружества.<sup>121</sup>

С одной стороны, существующая система инфраструктурных институтов государств СНГ отличается территориальным рассредоточением, слабой капитализацией, недостаточным технологическим оснащением, сверхконцентрацией финансовых ресурсов в России. Из 100 крупнейших банков стран СНГ<sup>122</sup> 69 являются российскими, 15 – украинскими, 8 – казахстанскими, 5 – белорусскими.<sup>123</sup> Банковские услуги в ряде стран СНГ малодоступны, ресурсов не хватает, они дороги. Уровень финансового посредничества в большинстве стран СНГ крайне низок. Банковские системы стран Содружества, которые выступают основой финансового рынка, не в полной мере обеспечивают трансформацию сбережений в инвестиции, в отличие от развитых стран, где внутренние ресурсы являются основным локомотивом развития экономики.

Банковские институты стран СНГ меньше по масштабам, чем промышленные предприятия – их основные заемщики. Коммерческие банки не всегда имеют возможность удовлетворить потребности заемщиков в кредитных ресурсах, что вынуждает национальные предприятия кредитоваться у зарубежных банков.

Страны СНГ характеризуются достаточно большим количеством малых по размеру банковских организаций. Значительная же часть банковских активов и капитала приходится на несколько кредитных организаций, являвшихся в прошлом, как правило, региональными отделениями госбанков

---

<sup>121</sup> Абалкина А.А. Банковское взаимодействие стран СНГ//Взаимодействие финансовых систем стран СНГ. Отв.ред. Головин М.Ю. – СПб.: Алетейя, 2010.

<sup>122</sup> РИА-Аналитика: Рейтинг 100 крупнейших банков СНГ. 11.07.2011.



СССР. Государственные банки занимают доминирующее положение на рынке банковских услуг ряда стран: в Беларуси доля кредитных организаций с государственным капиталом в банковских активах около 70%,<sup>124</sup> в России – примерно 56%.<sup>125</sup> В банковских системах Туркменистана и Узбекистана государственный капитал доминирует. Среди стран СНГ только Армения приватизировала все бывшие госбанки и полностью избавилась от государственной собственности в банковской системе.

С другой стороны, нельзя не отметить успехи, достигнутые в развитии банковских систем стран СНГ. Последние годы ознаменовались значительным ростом банковских активов, объемов кредитования нефинансового сектора и населения.

Либерализация банковского регулирования деятельности привела к появлению банков с иностранным участием, что усилило конкуренцию на рынке и положительно сказалось на качестве предоставляемых банковских услуг, внедрении новых банковских технологий.

Во многих странах СНГ уже используются Международные стандарты финансовой отчетности, которые в большей степени позволяют учитывать банковские риски и увеличивают прозрачность банковской деятельности. Государства по рекомендациям Базельского комитета по банковскому надзору в последние годы повышают размер минимального уставного капитала, тем самым содействуя увеличению капитализации банковских систем.

Необходимо отметить, что регион СНГ – один из немногих, где кредитные организации стран Содружества имеют благоприятные перспективы для развития банковского бизнеса, т.к. уровень развития банковских систем не позволяет кредитным организациям на равных конкурировать с финансовыми институтами развитых стран. В условиях высокой дифференцированности экономик стран СНГ и их банковских систем по масштабам и уровню развития кредитные организации стран Содружества имеют возможность реализовывать

---

<sup>123</sup> Также в рейтинге представлено по 1 банку из Азербайджана, Узбекистана и Грузии.

<sup>124</sup> Годовой отчет Национального банка Республики Беларусь за 2010 год. [www.nbrb.by](http://www.nbrb.by).

<sup>125</sup> Верников А.В. Доля государственного участия в банковской системе России//Деньги и кредит. 2009. №11.

свои конкурентные преимущества на финансовых рынках друг друга.

МФЦ, прежде всего, предполагает многообразие инструментов и участников, ликвидный рынок, проработанное законодательство. Он должен объединить возможности национальных финансовых систем разных стран. Конечная цель развития МФЦ состоит в повышении национального благосостояния путем привлечения широких категорий международных инвесторов для увеличения капитализации финансового сектора, снижения издержек финансирования и оптимизации размещения национальных сбережений, в том числе за счет международной диверсификации рисков.

Превращение национального финансового рынка в международный финансовый центр позволит решить ряд стратегических задач, среди которых:

- привлечение в российскую экономику ресурсов для финансирования модернизации и обновления производственных фондов;
- повышение эффективности инвестиций за счет использования рыночных инструментов и современной инфраструктуры;
- привлечение новых технологий;
- расширение международного сотрудничества и экономического присутствия в странах СНГ;
- реализация крупных проектов за счет внутренних и внешних частных ресурсов, в том числе за счет софинансирования.

На текущем этапе мы видим три основные проблемы развития МФЦ. Во-первых, это ограниченное присутствие иностранных банков на российском рынке. Во-вторых, рынок межбанковских инструментов является узким, низколиквидным, краткосрочным. В-третьих, происходит отток капитала – за 2010 год из России «ушло» около \$40 млрд., за 4 месяца текущего года – примерно \$30 млрд.<sup>126</sup> Основную часть оттока в \$13,9 млрд. обеспечили компании, \$7,5 млрд. – банки.<sup>127</sup> В этих условиях приходящий иностранный капитал носит краткосрочный, спекулятивный характер.

Для изменения этих тенденций в ближайшей перспективе необходимо

---

<sup>126</sup> Газета.ру, 26.05.2011.

реализовать масштабные мероприятия по развитию взаимодействия банков, бирж, депозитариев, страховых компаний и других участников рынка. Нужно формировать региональные финансовые центры на уровне крупных городов и объединять их в единую сеть. Эффективность и конкурентоспособность МФЦ может быть обеспечена при сочетании деятельности крупных многофилиальных банков и региональных банков средней величины. При этом необходимо постепенно снижать долю участия государства в банковском капитале, одновременно проводя политику укрупнения частных банков. Это снизит риски банковских систем стран СНГ, создаст конкуренцию иностранным банкам, оптимизирует банковскую сеть.

Следует определить базовые институты, ответственные за создание и развитие МФЦ. Обеспечить постепенное расширение участия частного капитала в этом процессе за счет более активного использования государственно-частного партнерства. Нужно создать долгосрочный поэтапный структурно-функциональный план развития МФЦ. Следует обеспечить расширение присутствия банков в регионах и равный доступ всем категориям инвесторов к рыночной инфраструктуре.

Важно определить специализацию МФЦ в Москве и расширить его ресурсную базу, а также каналы движения капитала между секторами экономики, создать правовые основы для взаимного допуска банков–резидентов государств–участников СНГ на валютные рынки друг друга.

Важное значение имеет развитие надежных и эффективных платежных систем и систем расчетов по ценным бумагам. Необходимо унифицировать стандарты национальных платежных систем со стандартами международных систем расчетов в режиме реального времени, а в дальнейшем организовать взаимодействие с международными платежными и расчетными системами, например, TARGET2, CLS. Важным элементом должна стать система расчетов и платежей на основе использования национальных валют, в создании которой принимает участие Межгосударственный банк.

---

<sup>127</sup> Шаповалов А. Не сезон для инвесторов//Коммерсант. №59 (4600), 06.04.2011.

Огромную роль в этом процессе играют развитие современных систем банковского риск-менеджмента, информационных технологий в финансово-банковской сфере, рост качества управления в банках, включая разработку и внедрение национальных стандартов управления, привлечение и удержание высококвалифицированного персонала в области финансов и банковского дела, целенаправленная подготовка кадров, повышение уровня финансовой грамотности населения. Такой комплексный подход может стать залогом успеха при решении задачи построения международного финансового центра в Москве.

#### ***10. Проблемы формирования международного финансового центра в российской Федерации (институциональный аспект)<sup>128</sup>***

Согласно преобладающему в настоящее время мнению, международные финансовые центры (МФЦ) являются ключевыми игроками глобального финансового рынка, именно они образуют и перенаправляют международные потоки капитала, т.е. играют активную роль в глобальном движении финансовых ресурсов, тем самым подкрепляя экономическую мощь отдельных государств. Кроме того, сам статус МФЦ свидетельствует о достижении экономикой страны определенного (высокого) уровня развития, высокого уровня конкурентоспособности, ее привлекательности для внутренних и иностранных инвесторов, политической стабильности, а также о некоторой стабильности социального развития. Поэтому нет ничего удивительного в стремлении руководства РФ превратить Москву в МФЦ. В принятой в 2009 г. «Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации» описан план мер, определяющих работу в заданном направлении, однако выполнение задачи формирования МФЦ в России (согласно запланированному) к 2012 г., хотя периодически в средствах массовой информации проходят отчеты об активной деятельности по реализации

---

<sup>128</sup> Хмыз О.В., к.э.н., доц., доц. МГИМО (Университет), кафедра Международных финансов

обозначенных планом мер, представляется сомнительным. Тем более что практически все эти меры затрагивают лишь финансовый сектор экономики<sup>129</sup>, тем самым позволяя институциональным инвесторам максимизировать прибыль от игры на финансовых рынках, не уделяя внимания столь необходимому — реальному сектору, хотя создание МФЦ позиционируется как неотъемлемая часть перехода России к инновационному социально ориентированному типу экономического развития. На наш взгляд, достижение инновационности экономического развития невозможно без изменения структуры отечественной экономики — прежде всего, отхода от сырьевой направленности. РФ в слишком большой степени зависит от цен на нефть. Рост экономики России в предкризисные годы обуславливался повышением мировых цен на сырье и энергоносители; их падение привело почти к исчерпанию накопленных «подушек безопасности».

По мнению некоторых экономистов, осуществить переход к более диверсифицированной, сбалансированной, инновационной экономической модели в значительной степени поможет развитие финансового рынка, поскольку наиболее динамичные отрасли реального сектора получают доступ к долгосрочным финансовым ресурсам за счет привлечения средств населения в инвестиционные и пенсионные фонды, а также страховые компании. Граждане же приобретут возможность осуществления более надежного и выгодного страхового и пенсионного обеспечения. На наш взгляд, сама представленная выше схема перехода уже приводит к повышению степени запутанности каналов движения инвестиций, создавая дополнительные посреднические

---

<sup>129</sup> Согласно распоряжению № 1662-р «Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г.» от 17.11.2008 г. в качестве долгосрочного приоритета развития финансовых рынков РФ определено создание МФЦ как «системы взаимодействия организаций, нуждающихся в привлечении капитала, и инвесторов, стремящихся к размещению своих средств, которая охватывает участников из многих стран». Задачами российского МФЦ выдвинуты: снижение оттока капитала из страны, создание условий для притока инвестиций с международного рынка капиталов; обеспечение лидирующих позиций России на финансовых рынках евразийского пространства; углубление экономической интеграции стран СНГ и Восточной Европы; интеграция финансового сектора экономики в систему международных финансовых отношений; обеспечение долгосрочной конкурентоспособности финансового сектора российской экономики; расширение возможностей для осуществления индивидуальных сбережений граждан; повышение эффективности размещения средств институциональных инвесторов, в том числе пенсионных фондов и инвестиционных фондов, а также суверенных фондов; снижение издержек доступа российских компаний к капиталу; формирование цен на российские активы и осуществление расчетов с иностранными контрагентами

звенья. А посредники (в т.ч. финансовые), как известно, приводят к удорожанию сделки, в данном случае — средств финансирования. Кроме того, ключевое словосочетание там — «наиболее динамично развивающиеся отрасли реального сектора», т.е. опять-таки сырьевые. Частный капитал — в любой форме — в нерентабельные проекты не пойдет. А ведь в обеспечивающем в настоящее время наибольший спрос на рабочую силу, но непроизводительном, негосударственном несырьевом секторе занято 52 млн. россиян.

Следовательно, направленные на развитие финансовых рынков меры будут оказывать двоякое влияние: приведут к увеличению сложности операций на финансовых рынках, но дадут более широкий спектр инструментов для проведения государственной финансовой политики. Несомненно, создание МФЦ в России обеспечит условия для развития финансового сектора экономики. Вопрос, будет ли этот рост комплексным? Или будет развиваться лишь спекулятивный сегмент финансового рынка, поскольку, по нашему мнению, непосредственно финансовые центры как механические образования — всего лишь площадки для институциональных инвесторов. Именно последние фактически образуют статус, именно они определяют градацию и значимость того или иного МФЦ. Современные МФЦ не однородны по своему масштабу и степени влияния, наряду с признанными МФЦ (из развитых стран) в современном мире все большее влияние приобретают новые финансовые центры — из развивающихся государств, ведь они дают институциональным инвесторам новые возможности, открывают перед ними неосвоенные рубежи. Это вполне понятно: теоретически, емкий, ликвидный, стабильно функционирующий финансовый рынок дает возможность привлекать более дешевое долгосрочное финансирование путем выпуска ценных бумаг. Конкуренция между их эмитентами приводит к отсеву менее привлекательных проектов. Так происходило в свое время на финансовых рынках развитых стран. Однако с конца XX в. они начали терять свою привлекательность, поскольку основная масса инвесторов стала институциональными, и более того

---

в рублях; повышение роли России в выработке глобальных правил регулирования финансовых рынков.

— превратилась в спекулянтов. Им уже недостаточно обычных прибылей, необходимы сверхдоходы, которые могут предоставить лишь высокорискованные, спекулятивные инструменты (типа синтетической секьюритизации) и аналогичного вида рынки (прежде всего, развивающихся государств). Поэтому рынки производных финансовых инструментов, задуманные для обеспечения более эффективного управления рисками (кредитными, фондовыми, валютными, процентными и др.) и стимулирования развития рынков базисных активов (акций, облигаций) превратились в «спусковой крючок» недавнего кризиса. Секьюритизация банковских активов позволила банкам эффективнее управлять рисками и капиталом, вызвав кредитную экспансию для предприятий и физических лиц, а затем — кризис. Венчурные инвестиции открыли широчайшие возможности для развития молодых компаний в высокотехнологичных отраслях, а также секторах экономики, обладающих большим потенциалом роста, а затем схлопывали эти самые «технологические пузыри». Однако тяжесть негативных явлений на мировых финансовых рынках и большую часть их последствий понесли индивидуальные инвесторы, тогда как широкий спектр финансовых инструментов позволял институциональным инвесторам формировать более диверсифицированный портфель активов, играя на кризисных скачках курсов ценных бумаг и валюты, позволяя достигать 1000%-ной доходности. Следовательно, позиционирование Москвы среди МФЦ имеет и позитивные, и негативные стороны.

Несомненно одно: превращение Москвы в МФЦ глобального масштаба проблематично. И прежде всего потому, что формально Москва уже таковым является. Другой вопрос, что Z/Yen Group еще в 2007 г. поставила нашу столицу на 45 место среди МФЦ, а в 2008 г. — на 57 (по международному индексу мировых финансовых центров GFCI (Global Financial Centers Index) 421 и 414 соответственно). У находившихся на ведущих позициях Лондона и Нью-Йорка этот индекс превысил отметку в 760 (765 и 791, 760 и 774 соответственно). В 2010 г. мы заняли 68 место (из 75, или 506 баллов из 1000

возможных), поскольку во главу угла эксперты Z/Yen Group ставят степень обслуживания обращения трансграничного капитала<sup>130</sup>. Однако необходимо отметить, что в градации центров на глобальные, транснациональные и локальные рынки, мы попадаем в потенциал глобального финансового центра наряду с Дубаи, Пекином и Шанхаем<sup>131</sup>, что свидетельствует о наличии финансового потенциала. Кроме того, по мнению А.Кудрина, «по торговле ценными бумагами в России по таким показателям, как, например капитализация компаний и объем торгов, ММВБ занимает 10-19-е место в списке мировых бирж ... мы находимся в начале списка», следовательно, «нужно расширить число инструментов и емкость рынка с точки зрения ликвидности», чему и будет способствовать создаваемый финансовый центр.<sup>132</sup>

Таблица 13.

### Место Москвы среди МФЦ, 2010 г.

---

<sup>130</sup> В тройку ведущих МФЦ вошли Лондон, Нью-Йорк и Гонконг. Вместе с идущим за ними Сингапуром эти центры контролируют около 70% торгов акциями в мире. В десятку лидеров также вошли Токио, Шанхай, Чикаго, Цюрих, Женева и Сидней.

<sup>131</sup> Аналогично ситуации в РФ, по мнению самих китайцев, Шанхай, экономический и финансовый центр Китая, превратится в МФЦ к 2020 г. Сейчас в Шанхае расположены 566 финансовых институтов, 300 из них — с иностранным капиталом. Активы и кредиты банков с иностранным участием представляют 10% финансового рынка Шанхая.

<sup>132</sup> Россия попадает в потенциал глобальных финцентров, заявил Кудрин URL: <http://ria.ru/economy/20100603/241990938.html>



	GFCI 8 Rank	GFCI 8 Rating	GFCI 7 Rank	GFCI 7 Rating	Change in Rank	Change in Rating
London	1	772	=1	775	-	▼ 3
New York	2	770	=1	775	▼ 1	▼ 5
Hong Kong	3	760	3	739	-	▲ 21
Singapore	4	728	4	733	-	▼ 5
Tokyo	5	697	5	692	-	▲ 5
Shanghai	6	693	11	668	▲ 5	▲ 25
Chicago	7	678	6	678	▼ 1	-
Zurich	8	669	7	677	▼ 1	▼ 8
Geneva	9	661	8	671	▼ 1	▼ 10
Sydney	10	660	=9	670	▼ 1	▼ 10
Frankfurt	11	659	13	660	▲ 2	▼ 1
Toronto	12	656	12	667	-	▼ 11
Bahamas	64	529	59	557	▼ 5	▼ 28
Buenos Aires	65	528	=63	535	▼ 2	▼ 7
Manila	66	523	66	527	-	▼ 4
Warsaw	67	517	67	520	-	▼ 3
Moscow	68	506	68	516	-	▼ 10
Riyadh	69	503	69	507	-	▼ 4
Istanbul	70	496	74	470	▲ 4	▲ 26
St. Petersburg	71	491	70	501	▼ 1	▼ 10

Следовательно, для повышения рейтинга Москвы (т.е. усиления статуса МФЦ) участниками банковских и фондовых операций в российском МФЦ должны быть игроки мирового финансового рынка — ведущие институциональные инвесторы. Однако их массовое привлечение также неоднозначно. С одной стороны, несомненно, они будут способствовать развитию Москвы как МФЦ, приводя на наш рынок свои капиталы.

С другой, являющиеся мировым ориентиром многонациональные финансовые структуры стремятся максимизировать прибыль любыми путями, в т.ч. спекулятивной игрой на фондовом рынке, а это может сдерживать развитие Москвы как МФЦ, как в свое время негативно повлияло и на другие МФЦ. С момента начала кризиса 2007-2008 гг. даже американские журналисты опубликовали несколько скандальных исследований, изобличающих коварство, алчность, коррумпированность и абсолютную безнаказанность инвесторов-спекулянтов, инициировавших и получивших огромные прибыли на кризисе.

Пытаясь как-то сгладить этот негатив, американские банки под руководством лоббистских групп Financial Services Roundtable инициировали кампанию по улучшению имиджа крупных банковских структур, направленную на создание образа благонадежных игроков финансового рынка и ответственных контрагентов. И при этом не поддерживали предложение Великобритании ввести международный системный налог на финансовые операции, который бы координировался на высшем уровне, став глобальным механизмом повышения ответственности банковских учреждений перед обществом — «международный налог ответственности».

Кризис 2007-2008 гг. наглядно показал опасность рисков, связанных с гипертрофированным размером финансовых рынков, недостаточной прозрачностью инновационных финансовых инструментов, чрезмерно широким использованием заемного капитала при проведении инвестиционных операций, ведь все это способствовало «надуванию "пузырей"» на кредитных и финансовых рынках, но законно с юридической т.зр. и поддерживалось регулируемыми органами. Это — универсальная проблема, касающаяся любого МФЦ. Для ее решения можно предложить только одно универсальное средство: систематический обмен информацией органами надзора, в т.ч. банковского.

МФЦ активно развивались в середине-конце XX в. благодаря относительно стабильной мировой валютной системе, регулируемым международным валютно-кредитным и финансовым отношениям, а также довольно четкой региональной структуре трансграничных капиталопотоков. Однако параллельно усиливался офф-шорный характер финансовых центров, что дополняло их преимущества по привлечению капиталов. Конечно, развитию финансовых центров в значительной степени способствовала поступательная динамика мировой экономики, глобализация и секьюритизация, развитие финансовых услуг, увеличивающие конкуренцию между существующими центрами и способствовавшими формированию новых. Со своей стороны, нарастание числа и объемов финансовых услуг в значительной

степени способствовали созданию особой бизнес-среды, что привело к необходимости пересмотра государственного регулирования в отношении финансовых центров. Изменению отношения бизнес-сообщества к этим центрам способствовало и развитие расширивших их возможности информационных технологий. В результате для современного финансового центра характерны хорошее управление экономикой, фискальная стабильность, отличные взаимоотношения между властями и финансовой индустрией, быстрая реакция на изменения рыночной динамики. В современных условиях значение МФЦ нарастает как в отношении расширения торговых и производственных возможностей, так и в отношении достижения значительной экономии на масштабах путем сосредоточения финансового обслуживания и предложения разнообразных банковских услуг. Это особенно важно для финансовых рынков, поскольку облегчает инвесторам и эмитентам доступ на рынок, а также регулирование спроса и предложения на рынке. Кроме того, рост необходимости получения качественной информации и ее правильных интерпретирования, сочетания и использования, с одной стороны, повышает зависимость всей финансовой индустрии от технических средств. С другой стороны, превращает специализированные финансовые институты в комплексные структуры, предлагающие целый спектр услуг:

- индивидуальные и корпоративные банковские услуги;
- глобальные депозитарные и кастодиальные услуги;
- операции с государственными ценными бумагами;
- доверительное управление и администрирование;
- корпоративное и фирменное управление;
- управление инвестициями и консалтинг;
- эмитирование ценных бумаг;
- качественную инфраструктуру и страхование;
- дополнительные возможности при выходе на пенсию и пр.

Подобная тенденция также неоднозначна. С одной стороны, она, несомненно, повышает емкость и конкурентоспособность финансового рынка,

но, с другой, может повышать рыночную волатильность. Недавний кризис еще раз продемонстрировал наибольшую подверженность риску вложений в ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset-Backed Securities, ABS), в т.ч. в обеспеченные долговые обязательства (Collateralized Debt Obligations, CDOs) институциональных инвесторов. И, тем не менее, они, понесшие убытки от бесконтрольного роста рынка синтетических деривативов, активно обучают российских инвесторов прибыльным финансовым вложениям. Первые публичные российские CDO на сумму 250 млн. долл. эмитировал в конце 2006 г. банк «Зенит» (вместе с JP Morgan), в марте 2007 г. — VTB Austria с Deutsche Bank (400 млн. долл.). С ним же в августе 2007 г. «Тройка-Диалог» выпустила CDO на диверсифицированный портфель корпоративных рублевых облигаций (300 и 166 млн. долл.). В 2008 г. к ним присоединились другие структуры.

Конечно, зарубежные контрагенты помогают российским не из альтруизма. Более того, они заинтересованы не только в комиссионных, ведь такие бумаги обращаются в основном на внебиржевом еврорынке, где главенствуют несколько ведущих институциональных инвесторов, в узкий круг которых новичкам из России попасть сложно, но последние могут прибегнуть к посредничеству крупнейших инвестиционных структур — тех же Deutsche Bank, JP Morgan, Goldman Sachs и др., охотно конструирующих синтетические CDO для первой сотни российских банков. Отечественные инвесторы идут на дополнительные траты посредникам, поскольку они помогают избежать структурирования сделок в российском правовом поле, ведь SPV создается, как правило, в офф-шоре, т.е. окупается.

К сдерживающим развитие в Москве МФЦ факторам также можно отнести отсутствие спроса инвесторов, недостаточную квалификацию соответствующих банковских специалистов, а также несовершенство законодательства.

И, несмотря на это, в 2008 г. на 12 Международном экономическом форуме государство реанимировало идею создания МФЦ в Москве в связи с официальным признанием окончания кризиса в России. Москва должна

превратиться в мировой «центр финансовых услуг», такой, как, например, Люксембург. Однако он стал мировым финансовым центром, поскольку в свое время ввел офф-шорное по сути законодательство, удобное в плане «оптимизации» налогов для международных холдингов и инвестиционных фондов. Это создало удобства для офф-шорного банковского дела в виде налоговых льгот и усиленного режима банковской тайны, что постоянно вызывает недовольство сопредельных стран. При этом очень велика степень фискального и даже макроэкономического риска. Поэтому создание МФЦ в любом регионе России по образу и подобию Люксембурга представляется нецелесообразным.

Изначально планировалось превратить Москву в финансовый аналог Лондона, затем — Шанхая или Гонконга, поскольку Лондон вряд ли сопоставим с Москвой, и равняться стоит на азиатские аналоги. Более того, в качестве МФЦ Лондон формировался столетиями, а в Азии на это ушло 15-20 лет. Перенятие опыта азиатского региона предоставит возможность пользоваться преимуществами «инклюзивного развития» экономик стран АТР, или получать максимальные плюсы от взаимозависимости государств региона, что и было отмечено Президентом РФ на Азиатском форуме в китайском городе Боао.<sup>133</sup> Многополярность современной мировой финансовой архитектуры указывает на растущий потенциал развивающихся стран, превращающихся в новые центры экономического и политического влияния; региональное сотрудничество может привести к модернизации производства, повышению энергоэффективности, внедрению экотехнологий. При этом напрямую заимствовать азиатский опыт, например, того же Гонконга с элементами офф-шорного бизнеса, представляется нецелесообразным. Однако учитывать его при создании МФЦ в РФ возможно, тем более сейчас (в 2011 г.), когда поставлена более реальная задача — превращения Москвы не в мировой, а в региональный финансовый центр.

Как правило, в региональных финансовых центрах сосредоточен один

---

<sup>133</sup> Фаризова С. Фондовый остров. // Известия. 18.04.2011.

или несколько основных видов финансовой деятельности, например, банковская или страхование и сопутствующие (вспомогательные) услуги из сферы финансового бизнеса, привлекающие внешних клиентов. В этом контексте офф-шорные центры функционируют как международные финансовые пункты предоставления в основном финансово-посреднических услуг преимущественно для иностранных заемщиков и депонентов. Интернационализация финансовых условий приводит к дополнительному регулированию существования офф-шорных фондов. Благоприятная правовая среда, особенно для иностранных инвесторов, предоставляет им возможность быстро реагировать на конъюнктуру рынка. Но если анализировать относительную долю займов и депозитов банков в офф-шорных зонах, то можно увидеть, что после азиатского финансового кризиса 1997 г. кредитный компонент резко снизился, а депозиты выросли почти на 20%, что указывает на сосредоточение значительных ресурсов в этих зонах, главная цель которых — улучшить инвестиционный климат и нейтрализовать негативное внешнее влияние. Пока что это у них получается неплохо: 61 «налоговое убежище» управляет 5 трлн долл. офф-шорных фондов. 40% из них — сбережения международных институциональных инвесторов закрытого типа, что в известной степени является отходом от традиционной деятельности «налогового рая». Офф-шорные центры созданы в разных государствах, но обладают общими чертами и контролируют свою юрисдикцию. Некоторые центры являются частью территории страны, например, в Великобритании для таких зон характерны низкая ставка налогообложения, иные стимулы, облегченный доступ к финансовым услугам, что придает офф-шорный характер многим видам деятельности. Развитие свободной торговли и ликвидация барьеров как первый этап экономической интеграции, а затем создание таможенного союза, общего рынка и т.д. постепенно приводят к унификации валютной, налоговой, социальной и пр. политик. Развитие политической интеграции заставляет малые страны присоединяться к группировкам, фактически не соответствующим их интересам.

Развитие финансовых рынков, особенно в Лондоне, и связанного с ними регулирования в значительной степени определяют восприятие самого Лондона как офф-шорного центра. В то же время в качестве офф-шоров стимулируются центры на о-вах Мэн, Джерси и пр., политически независимых, но связанных с Сити. Этот их статус поддерживается государствами (и Великобританией, и США), что способствует улучшению окружающей среды офф-шорных центров, особенно в плане привлечения иностранных инвестиций. В конце XX — начале XXI вв. наблюдалось постепенное перенаправление потоков капитала к традиционным МФЦ. Коммерческие банки США и Великобритании переводили свои ресурсы в свои филиалы на Каймановых о-вах, в то время как японские банки использовали свои филиалы преимущественно для реструктуризации своих балансов. Более того, с целью уменьшения своих активов и повышения адекватности капитала японские банки создавали в Карибском центре инструменты специального назначения, базисным активом которых служили займы в сочетании с эмиссией коммерческих ценных бумаг. Впоследствии они были проданы другим японским банкам, но в целом привели к увеличению межбанковских обязательств финансовых институтов, располагавших филиалами на Каймановых о-вах, до ~38 (из 45) млрд долл. Поэтому основной причиной уменьшения обязательств азиатских центров являются выплаты японским институциональным инвесторам из-за проблем с восстановлением японских банков и расширением посредничества в японской банковской системе. Наряду с этим в Японию поступают (по сути, возвращаются) средства гонконгских банков в форме займов небанковских институтов. Этот круговорот движения капиталов от Японии к азиатским офф-шорным центрам ослабевает при выводе значительных объемов ресурсов в иенах с офф-шорных рынков Гонконга и Сингапура. Направления капиталопотоков меняются, особенно в посткризисные годы, когда начинает меняться вся мировая финансовая архитектура, а вслед за ней — и роль МФЦ.

Недавний кризис оказал негативное влияние на все мировое финансовое сообщество, не остались в стороне и МФЦ. Так, в Лондоне конъюнктура начала

улучшаться лишь в 2010 г., после проведенных годом ранее реструктуризаций и дополнительных эмиссий. Фактически IPO возобновились лишь в прошлом году, когда в ходе 91 публичного размещения компании привлекли почти 10 млрд ф. ст., а в 2011 г. 54 новые компании привлекли примерно еще столько же. Однако резко увеличившееся число слияний и приобретений указывает на сохранение некоторой неустойчивости, что, впрочем, неудивительно из-за последствий природных катаклизмов (землетрясения и цунами в Японии, ураганов в США и Европе и пр.), а также из-за непростой ситуации на мировом финансовом рынке в целом. Тем не менее, даже российские компании активно размещаются в Лондоне (в 2011 г. они привлекли более 5 млрд долл.), а могли бы осуществить эти операции в российском МФЦ, тем самым способствуя его развитию. Сейчас же развитые МФЦ привлекают российских эмитентов, причем, во-первых, поток компаний, стремящихся провести IPO в Лондоне, сохраняется уже некоторое время. Во-вторых, туда уходят самые сильные эмитенты, с хорошими перспективами роста. Их привлекают комбинированная государственная политика, оптимальный налоговый режим, большой объем накопленных знаний и опыта, услуги инвестиционных банков, эффективное регулирование деятельности Лондонской фондовой биржи, активное развитие инфраструктуры и подходящая атмосфера в целом. А в РФ по-прежнему велика потребность в инфраструктурных изменениях.

С другой стороны, нужно ли в РФ строить «второй Лондон» для привлечения спекулятивной ликвидности из развитых и эмитентов из развивающихся стран, создавая специализированную инфраструктуру и привлекательные условия именно в этих целях? Ведь тогда придут преимущественно иностранные институциональные инвесторы с целью минимизации издержек при перераспределении капиталопотоков между различными рынками. Российский рынок станет высоколиквидным, но маржа уйдет к собственникам капитала, т.е. за границу. Это не позволит решить социальные задачи, обеспечить доступность финансовых услуг в регионах и необходимые ресурсы для модернизации реального сектора, а, наоборот, может



привести к росту импорта, резкому усилению присутствия нерезидентов на финансовом рынке, что даже может угрожать экономическому суверенитету страны. Следовательно, РФ нужен мощный суверенный финансовый центр, состоящий из центральной и региональных структур, не зависящий от иностранного капитала, который, как известно, подвержен повышенной «текучести». Центр, способный обеспечить глобальную конкурентоспособность российскому бизнесу. Мы уже в большой степени зависим от отношения иностранных инвесторов и управляющих их восприятием рейтинговых агентств: когда появилась идея вывести часть средств Резервного фонда из американских ценных бумаг, Standard & Poor's объявило о готовности снизить кредитный рейтинг нашей страны (тогда как у США, создававших напряженность по всему миру, рейтинг оставался максимальным). Это указывает на глубокую пропасть между МФЦ — глобальным центром влияния и ареной для глобальных спекуляций.

Так, неоднозначна норма, разрешающая российским компаниям размещать за границей 100% своих акций, содержащаяся в проекте приказа ФСФР<sup>134</sup>. Сейчас компания не может размещать на зарубежных биржах более 25% своих бумаг. По новым правилам количество допущенных к зарубежным торгам акций не ограничено<sup>135</sup>, следовательно, компании не обязаны представлять свои ценные бумаги на российские биржи. Это дает возможность привлечь широкий круг иностранных инвесторов и повысить ценовой диапазон акций, но выводит ликвидность за рубеж. Впрочем, и ранее для обхода норматива инвесторы, предпочитающие Москве Лондон, Нью-Йорк и Гонконг, переводили материнские компании под иностранную юрисдикцию. Может быть, такое решение связано с глобальными планами приватизации, однако либерализация регулирования вызовет массовый отток эмитентов за границу, и сомнительно, чтобы новая объединенная российская биржа смогла на равных конкурировать с зарубежными площадками, если только не будет предо-

---

<sup>134</sup> Сарычева М. Российские фирмы смогут продаваться за рубеж на все 100%. // Известия. 22.07.2011.

<sup>135</sup> Только для стратегически важных отраслей останутся прежние ограничения, а для добывающих компаний федерального значения — 5%.

ставлять столь же качественные услуги. С другой стороны, теоретически, это может стать для российских эмитентов хорошим стимулом к развитию, особенно в преддверии создания МФЦ, предполагающего открытость рынка для всех его участников как на вход, так и на выход.

Конечно, в этом решении присутствует политический мотив, но следует экономически просчитать последствия получения международного статуса. Пока что четкое понимание самой сути финансового центра отсутствует. Несомненна необходимость создания (независимо от получения статуса МФЦ) правовой системы, защищающей интересы инвесторов, в т.ч. национальных российских, предсказуемого законодательства, прозрачного и эффективного регулирования. В современных российских условиях совершенствование институтов протекает с трудом, хотя оно нужно в первую очередь не иностранным инвесторам, а нам самим.

Одним из главных направлений превращения Москвы в МФЦ является развитие российского фондового рынка, а именно — допуск на него иностранных ценных бумаг. Работать в этом направлении начали еще до кризиса, и были некоторые подвижки. В сентябре 2008 г. на бирже РТС был введен новый сектор RTS Global, предоставивший брокерам возможность выставлять индикативные котировки и заключать на их основе внебиржевые сделки с 40 иностранными ценными бумагами (изначально — с акциями компаний стран СНГ и депозитарными расписками российских эмитентов). Опыт работы этого сегмента мог бы помочь отшлифовать законопроект о полноценном допуске иностранных ценных бумаг на российские торговые площадки. Однако за полтора года в секторе были зарегистрированы всего три сделки — он был открыт за один день до обвала индексов.

К перечисленным выше сдерживающим факторам в плане привлечения иностранных ценных бумаг можно добавить и проблемы с **перспективой иностранных ценных бумаг, распространяемой в России**: он составляется на русском языке; подписывается брокером, собственный капитал которого не менее 150 млн руб., срок ведения деятельности — от трех лет, участие в

размещении как минимум 10 выпусков ценных бумаг; а также подписывается иностранным эмитентом либо при размещении бумаг, либо при допуске к публичному обращению ценных бумаг, не торгуемых на зарубежном организованном рынке. Это довольно сложно, ведь необходимы структуры, которые примут на себя издержки по переводу документов и ответственность за его полноту и точность.

Кроме того, привлечь иностранцев-эмитентов на российский рынок недостаточно, необходимы и работающие на российском рынке иностранные инвесторы, прежде всего на ММВБ-РТС, формирующие на них ликвидность. Это предложение сталкивается с необходимостью признания иностранных лицензий брокеров и депозитариев и обеспечения им прямого входа на российский биржевой рынок, что наряду с позитивными аспектами подразумевает и риски, например, использования этих положений недобросовестными российскими эмитентами для обхода требований о размещении части своих акций в России. Т.е. велика вероятность появления противоположной тенденции — волны оттока активно торгуемых финансовых инструментов и, следовательно, ликвидности, за рубеж. И так в последнее время российские эмитенты начали размещаться не только в предоставляющих широкий доступ к капиталу всего мира Лондоне, Нью-Йорке и Торонто<sup>136</sup>, но также в региональных центрах — Гонконге, Шанхае и даже Варшаве<sup>137</sup>, фактически усиливая их конкуренцию с российским МФЦ. Интересно, что многие эмитенты переходят именно на последние площадки, количество IPO на американском рынке сокращается, прежде всего, из-за высоких издержек. Успешность США поддерживал развитый сектор информационных и сетевых технологий. Но особенно после снижения американского рейтинга, инвесторы побежали в «тихие гавани», остались лишь ищущие доступ к американскому рынку розничной торговли.

---

<sup>136</sup> Компании, выбирающие глобальный инвестиционный профиль. Привлеченный на этих рынках капитал обладает максимальной ликвидностью, что важно для компаний из развивающихся рынков.

<sup>137</sup> Компании, выбирающие региональный инвестиционный профиль. Практика подготовки и реализации IPO на этих биржах небольшая, как и их торговый оборот.

Еще одна опасность — уже упоминавшееся бурное развитие сектора производных инструментов, количество которых за рубежом огромно. Причем основная их масса — это структурные продукты, выпущенные в форме ценных бумаг, которые и подорвали американский ипотечный рынок. В разных странах их эмиссия и инвестиции в них регулируются по-разному. Поэтому вероятно наводнение российского рынка именно такими инструментами, образующими псевдоликвидность.

Наряду с этими инвестиционными объектами преобладающих на российском рынке иностранных спекулянтов будут привлекать разрекламированные и ликвидные иностранные ценные бумаги, ведь такой тип инвесторов смотрит прежде всего на технические характеристики (объем торгов и волатильность котировок). Это несет риск снижения интереса локальных игроков к традиционным российским бумагам, «голубым фишкам». Нечто подобное уже произошло в сегменте российских депозитарных расписок, стимулированных ФСФР и выпускаемых псевдоиностранными эмитентами. Хотя, вероятно, это сможет заинтересовать компании из сопредельных государств, ранее сталкивавшихся с целым рядом ограничений, причем не только на *финансовом рынке*.

С 2007 г. «висит» прошедший первое чтение в Госдуме законопроект о Центральном депозитарии, тогда как отсутствие централизованного учета выпусков порождает проблемы при работе с иностранными инструментами на внебиржевом рынке. Это непосредственно связано со слиянием бирж ММВБ и РТС (сделку по объединению бирж стоимостью 103,5 и 34,5 млрд руб. соответственно планируется завершить в конце 2011-начале 2012 г.<sup>138</sup>, а в 2013 г. — провести в Москве IPO объединенной площадки на 300 млн долл.). Один из основных спорных моментов законопроекта о депозитарии — вместо двух депозитариев у каждой из бирж предусмотреть создание только одного. По

---

<sup>138</sup> 25.06.2011 г. РТС и ММВБ подписали рамочное соглашение об объединении. Этот шаг должен способствовать созданию в России МФЦ, поскольку объединенная структура сможет конкурировать с западными площадками и привлекать российские компании. Однако для вступления договора в силу необходимо одобрение ФАС, ведь процесс консолидации бирж сложен, несет в себе и преимущества

мнению экспертов, это слияние будет способствовать улучшению перспектив роста российской экономики, поскольку новая структура сосредоточит капитал, расширит линейку финансовых инструментов и улучшит инвестиционный климат в стране в целом, что позволит привлечь больше эмитентов и инвесторов, поскольку будет инициировать серьезный рост на внутреннем рынке, сотрудничая с небольшими компаниями. Однако насколько это механическое объединение будет действительно успешным? Крупное вовсе не означает хорошее, вспомним запрет американского регулятора на слияние NYSE и NASDAQ<sup>139</sup> и его одобрение объединения NYSE и франкфуртской DB в размере 9,4 млрд долл.<sup>140</sup>. Главное препятствие подобных объединений — противоречие антимонопольному законодательству, хотя в посткризисном финансовом мире американская Nasdaq OMX (капитализация 4,6 млрд долл.) собирается слиться с Лондонской фондовой биржей (капитализация 2,8 млрд ф.ст.) в целях противостояния объединяющимся NYSE Euronext и Deutsche Börse, а сама LSE попыталась купить канадского биржевого оператора TMX Group Inc. (владелец Торонтской фондовой биржи и Монреальской биржи деривативов), но неудачно. Осенью 2010 г. оператор Сингапурской фондовой биржи (SGX) Singapore Exchange Ltd. для укрепления своих конкурентных позиций в регионе решил купить австралийскую ASX Ltd. за 8,3 млрд долл., но в апреле 2011 г. сделка была блокирована австралийским правительством. В Японии собираются слиться первая и вторая по размеру биржи страны — Токуо Stock Exchange и Osaka Securities Exchange. Эта ситуация напоминает российскую, поскольку объединяться собираются реальная и срочная биржи, ставя перед собой целью увеличение возможностей для получения существенной синергии и расширения спектра предлагаемых биржами

---

(внутренняя конкуренция), и риски (монополизация торговой площадки), которые должен будет контролировать комитет пользователей новой биржи.

<sup>139</sup> NASDAQ и NYSE Euronext обсуждали ситуацию с американскими антимонопольным комитетом, считающим, что объединение двух бирж приведет к созданию гегемона на мировом фондовом рынке и негативно отразится на конкуренции. В результате в мае 2011 г. биржевые операторы Nasdaq OMX Group и Intercontinental Exchange объявили об аннулировании сделанного в апреле предложения о покупке NYSE Euronext за 11 млрд долл.

<sup>140</sup> В результате слияния акционерам Deutsche Börse AG будет принадлежать 60% объединенной биржи, акционерам NYSE Euronext — 40%. Европейские регуляторы запланировали одобрить сделку 13.12.2011 г.

инструментов. Однако, в отличие от РФ, проблем с депозитарным обслуживанием там пока не возникает.

У нас в стране эта проблема насущна. Специализированный депозитарий должен согласовывать покупку управляющей компанией ценной бумаги в фонд. Для этого ему нужно знать характеристики инструмента. Международный классификационный код в этом отношении малоинформативен, а разные депозитарии нередко предоставляют противоречивые сведения об одних и тех же выпусках. Полная информация находится в многостраничном проспекте эмиссии, обычно публикуемом на английском языке. Центральный депозитарий мог бы аккумулировать и унифицировать необходимые данные.

Также не следует забывать о настороженном отношении иностранцев к российским инвесторам и эмитентам, хотя отечественное регулирование приближается к западным стандартам. Нередко даже желая приобрести рублевые облигации, иностранные институциональные инвесторы сталкиваются с проблемой — разрешением проводить операции только через глобальную депозитарную структуру, которая обычно взаимодействует с центральными депозитариями стран. Конечно, это связано с потенциально высокими рисками работы с российскими инвестиционными структурами или инструментами.

Но риски могут проявиться и при неконтролируемом допуске на российский фондовый рынок нерезидентов, ведь придут прежде всего спекулянты.

Альтернативный подход к превращению Москвы в МФЦ — упрощение доступа российских брокеров за рубеж, что сейчас для многих из них трудно достижимо прежде всего из-за непроработанного налогообложения. Возможность полноценно проводить операции за рубежом через российскую компанию с высокой скоростью трансакций и приемлемыми издержками, несомненно, привлекут инвесторов и эмитентов, поскольку в последнее время возросший интерес клиентов к зарубежным рынкам сместился с покупок

еврооблигаций и спекулятивных операций на NYSE и NASDAQ в сторону иностранных бумаг второго эшелона с высоким потенциалом роста, прежде всего бумаг сырьевого сектора и компаний с российскими активами.

В результате несовершенства принимаемых мер участники фондового рынка продолжают торговать иностранными ценными бумагами не в России, а на иностранных площадках, где сосредоточена ликвидность, больше выбор инструментов во всех сегментах рынка и разработаны правила торговли. Спрос обеспечивают крупные и малые квалифицированные инвесторы, прежде всего институциональные. Также на зарубежных рынках российские участники проводят внебиржевые сделки с иностранными инструментами. После приобретения переводить пакеты из иностранного депозитария в российский не требуется, хотя квалифицированные инвесторы имеют такую возможность.

Подобные переводы осуществляли коммерческие банки, инвестировавшие в суверенные и корпоративные еврооблигации, зарабатывая на ослаблении рубля путем зачисления пакетов на счета в российском НДЦ. В 2009 г. количество выпусков еврооблигаций, принятых НДЦ на обслуживание по инициативе клиентов, выросло более чем в полтора раза. Конечно, это также связано с расширением перечня еврооблигаций, принимаемых Центральным банком по сделкам прямого внебиржевого репо с кредитными организациями. Поэтому в 2010 г. количество бумаг резко уменьшилось, и хотя номинальная стоимость валютных облигаций почти не изменилась, стоимость учитываемых иностранных акций и депозитарных расписок намного ниже.

Таким образом, «спускаемая сверху» инициатива привлечения иностранных ценных бумаг на российский фондовый рынок пока не поддерживается частными институциональными инвесторами, и поэтому не слишком эффективна. Конечно, существует и целый ряд объективных сдерживающих факторов. Не на последнем месте опасения потерь от спекуляций более искушенных иностранных инвесторов, прежде всего, институциональных. Хотя, по мнению зарубежных ученых, проблема распространения финансовых кризисов и волатильности валютного курса

зависит от расширения потоков капитала и слабости/уязвимости национальных финансовых систем, поэтому риск неправомерного использования информации и хрупкость финансовых систем — национальных и мировой/международной — стали ключевыми факторами в современных теориях кризисов.

В чем-то с ними можно согласиться, однако несомненны и крупномасштабные спекуляции институциональных инвесторов, ведь почти идеальная мобильность капитала — нежизнеспособное условие дерегулирования финансовых рынков даже в свете современной глобализации. Кроме того, растущие размеры и скорость перемещения капитальных ресурсов создают расширенную волатильность для валютно-курсовых колебаний и, в экстремальных ситуациях, — валютный кризис. Слабости и противоречия в развитии национальных и мировой/международной финансовых систем и динамики международного рынка капитала могут усугубить кризис, меняя базовые принципы функционирования мировой финансовой архитектуры, затрагивая положения ранее считавшихся незыблемыми ключевых валют, прежде всего, американского доллара, ставя под сомнение его возможность обслуживать международное движение капиталов в полном размере и выдвигая на повестку дня смещение доллара с его позиций ведущей резервной валюты другими, и даже не евро, а новыми, возможно, региональными коллективными валютами или даже китайским юанем или российским рублем.

Здесь проявляется еще одна опасность для создания МФЦ в Москве — статус российского рубля. По целому ряду ключевых параметров (размеру ВВП, вкладу в мировой экспорт, уровню развития валютного рынка и пр.) современная российская экономика до кризиса 2007-2008 гг. была сопоставима с экономиками развитых государств, что дало возможность усилить статус рубля, интернационализировать его, т.е. превратить в мировую резервную валюту. Однако наличествуют и препятствия, такие как высокий уровень инфляции и недостаточная емкость национального рынка капиталов, сдерживающие интерес к российской валюте.

Прежде всего, необходимо обеспечить кардинальное сокращение темпов



инфляции (при сохранении курсовой стабильности рубля), а также наращивать объемы и повышать инвестиционную привлекательность внутреннего финансового рынка. Это можно достичь, последовательно развивая статус рубля как международной торговой валюты и продвигая его как валюту международных инвестиций. Взаимодействуя, они будут способствовать достижению интернационализации рубля. Конечно, расширять международный оборот рубля следует постепенно. В качестве критерия целесообразен выбор географического фактора.

На наш взгляд, постсоветское пространство (СНГ) должно стать первой ступенью развития международного статуса рубля из-за ведущих экономических и политических позиций РФ в группировке, обеспечивающих благоприятные предпосылки для становления рубля в качестве региональной валюты сначала — государств СНГ, а затем и иных стран, валюты, обслуживающей взаимную торговлю и используемой для накопления официальных резервов и частных трансграничных инвестиций. В перспективе рубль мог бы стать основной расчетной и резервной валютой стран СНГ, а это даст импульс развитию интеграционных процессов в странах группировки. Кроме того, региональную валютную интеграцию можно рассматривать не только как способ коллективного использования преимуществ от глобализации, но и как метод противостояния ее негативным тенденциям.

Длительное время основными мировыми торговыми валютами были американский доллар и фунт стерлингов, догоняемый в XX в. японской иеной и потесненный в XXI в. евро. Сегодня, по данным Европейского центрального банка<sup>141</sup>, в глобальных расчетах около 50% приходится на американский доллар, порядка 25% — на евро, 3% — на фунт стерлингов и 2,5% — на японскую иену. Именно в долларах и евро осуществляются бóльшая доля российской внешней торговли. По оценкам, в долларах оплачивается 80-85% национального экспорта и 40% импорта, в евро — 40-45% импорта. А на рубль приходится 3-5% внешнеторговых расчетов, из них около 20-25% — на страны

---

<sup>141</sup> URL: <http://www.ecb.eu/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

СНГ, в основном, ЕврАзЭС (Белоруссию, Казахстан, Киргизию и Таджикистан). Поэтому целесообразно в качестве отправного этапа становления рубля в качестве международной торговой валюты расширить его использование как валюты цены и платежа по внешнеторговым контрактам российских предприятий и организаций сначала с государствами ЕврАзЭС.

Рубль, относящийся в настоящее время к числу внутренних валют, обращается главным образом в пределах своей страны. В последнее время, однако, наметилась тенденция постепенного наращивания объемов торговли рублем за рубежом. Основные обороты приходятся на базирующуюся в Лондоне междилерскую систему валютного рынка EBS (Electronic Broking Service), которая является одной из лидирующих электронных систем для валютной торговли. Хотя объем сделок с рублем на зарубежных площадках пока невелик, сам факт развития международного оборота рубля свидетельствует о растущем интересе в мире к российской валюте. По данным ММВБ, в 2010 г. в мировых валютных резервах доля российского рубля составляла примерно 5%, выпущено рублевых облигаций более чем на 4 млрд долл. На расчеты с Белоруссией в российских рублях приходилось около 85% платежного оборота РФ, со странами ЕврАзЭС – 40%, с Казахстаном – менее 1%. На российских биржах валютнообменные операции российский рубль – валюты СНГ нерегулярны. Для стимулирования роста такого оборота с ноября 2009 г. реализуется проект интегрированного валютного рынка ММВБ по торговле мягкими валютами. В октябре 2010 г. создан Межведомственный совет по повышению роли рубля в международных расчетах, в т.ч. путем поощрения отхода от американского доллара. Но, к сожалению, не к российскому рублю в той степени, которая хотелось бы: хотя Банк России и Народный банк Китая заключили договор о взаиморасчетах в национальных валютах при проведении сделок между двумя сторонами с целью нарастить объемы расчетов в национальной валюте обеих стран и снизить роль доллара как валюты расчетных операций в международных отношениях, преимущества получил именно юань. Более того, по мнению Дж. Сороса, именно китайский

юань становится валютой международного инвестирования, хотя валютой расчетов все еще остается американский доллар. А сейчас Китай активно переходит во взаиморасчетах со своими контрагентами на национальную денежную единицу.

Все это указывает, с одной стороны, на глобальность проблемы, а с другой — на необходимость повышения статуса Москвы как МФЦ, поскольку усиление конкуренции между крупнейшими мировыми финансовыми центрами происходит на фоне усиливающихся процессов глобализации мировой валютно-финансовой системы, роста интернационализации фондовых рынков и ограниченности мировых финансовых ресурсов. Поэтому в ближайшее десятилетие либо Москва станет одним из ведущих мировых или хотя бы региональных финансовых центров, либо войдет в зону влияния уже существующих глобальных центров, т.е. фактически утратит финансовый суверенитет. По нашему мнению, это в значительной степени зависит от предпочтений институциональных инвесторов — профессионального сообщества, финансовых структур и бизнеса, ведь сами инициативы разработаны, прежде всего, для профессиональной среды.

Россия позиционирует себя в качестве одного из претендентов на роль МФЦ нового поколения, ведущего мирового финансового центра, который привлекает бизнес фискальной политикой, профессиональной средой, инфраструктурой и пр. Несомненно, достичь поставленных целей без модернизации невозможно. Но это можно сказать и о других МФЦ. Следовательно, во-первых, задача создания МФЦ в РФ тесно связана с общим развитием отношений нашей страны с ее иностранными деловыми партнерами (в т.ч. визовыми проблемами) и укреплением ее позиций на мировом финансовом рынке, а также стимулированием сотрудничества в плане совместных проектов в области высоких технологий. Во-вторых, наряду с традиционными функциями МФЦ (привлечением в страну иностранных инвестиций с целью стимулирования экономического роста, формирования реальных стоимостей капитала, реальных котировок акций, новых рабочих

мест), которые в совокупности позволяют стране активно участвовать в формировании нового экономического порядка, необходимо развивать преимущества малого бизнеса для его выхода на международную арену (например, по аналогии с лондонской AIM (Alternative Investment Market), площадкой для компаний с невысокой капитализацией), поскольку сегодня именно малый бизнес является одним из основных драйверов экономического развития. В-третьих, необходимо заинтересовать институциональных инвесторов работать в российском МФЦ, начало которому должны положить (полу)государственные компании, проводя свои операции не за границей, а в РФ. Тогда Москва станет реальным МФЦ с ведущими, а не подчиненными функциями.

## РАЗДЕЛ IV. СОСТОЯНИЕ И РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ НАЦИОНАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА КАК ОСНОВЫ ДЛЯ СОЗДАНИЯ МФЦ

### *11. Трансформация национального финансового рынка в международный финансовый центр: необходимость и реальность<sup>142</sup>*

Трансформации мирового рынка капитала, наблюдаемые в течение последних 50-ти лет, современные изменения в доминантах экономического развития, вследствие проявления феномена «финансы ради финансов», во многом обуславливают перспективу национальной финансовой системы. По мнению отдельных экспертов, в ближайшие 10-20 лет мировой рынок капитала продолжит находиться в тренде «расширяющейся финансовой вселенной»<sup>143</sup>. В этих условиях, по прогнозам специалистов, национальные финансовые рынки превратятся в некую условность. Сформируются глобальные или международные финансовые центры (МФЦ), на которые перетекут операции с финансовыми активами резидентов многих стран. Подобные центры притяжения капитала уже сегодня формируются на базе некоторых развитых национальных финансовых рынков.

Для оценки этих трансформационных процессов формируются подходы к определению признаков финансовых центров, на основе которых составляются рейтинги. Наиболее полновесным рейтингом такого рода является Индекс глобальных финансовых центров (GFCI) Лондонского Сити, который впервые был опубликован в марте 2007 года<sup>144</sup>. Данный индекс рассчитывается по отдельным формализованным показателям в рамках так называемой «модели факторов оценки».

---

<sup>142</sup> Кабир Л.С., д.э.н., профессор кафедры «Инвестиционный менеджмент» Финуниверситет

<sup>143</sup> Подробнее см. Данилов Ю.А. Рынки государственного долга: Мировые тенденции и российская практика. - М.: ГУ-ВШЭ. 2002. С. 105 – 107

<sup>144</sup> The Global Financial Centres Index. March 2007. – L., City of London. 2007

Разработчики GFCI выделяют пять типов финансовых центров<sup>145</sup>:

- глобальные финансовые центры;
- международные финансовые центры;
- «нишевые» финансовые центры;
- национальные финансовые центры;
- региональные финансовые центры.

Глобальными финансовыми центрами разработчики считают Лондон и Нью-Йорк, поскольку чертой глобального финансового центра является концентрация критической массы институтов, оказывающих финансовые услуги, которые действуют в качестве посредников и соединяют напрямую международных, национальных и региональных участников финансового рынка.

Международные финансовые центры осуществляют большой объем трансграничных операций. Трансграничные операции, которые совершаются в МФЦ, включают в себя:

- привлечение финансирования через долговые и долевыми инструментами;
- управление активами инвестиционных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний в целях международной диверсификации;
- управление частным капиталом крупных индивидуальных инвесторов;
- международная налоговая оптимизация в транснациональных корпорациях;
- управление глобальными рисками корпораций с использованием деривативов;
- глобальная биржевая торговля финансовыми инструментами;
- специальные схемы финансирования сложных (например, инфраструктурных) проектов, в том числе, с использованием принципов частно-государственного партнерства.

К числу таких центров GFCI относит Гонконг, который концентрирует

---

<sup>145</sup> Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. – М.: НАУФОР. 2008. С.188-189

значительную долю финансовых сделок в Азии.

«Нишевые» финансовые центры специализируются на оказании финансовых услуг в рамках определенной ниши финансового рынка. Такие центры располагаются, как в правило, в рамках относительно небольших по масштабу национальных финансовых рынков и во многих случаях являются офшорными зонами или офшорными гаванями (например, Цюрих в области private-banking).

Национальные финансовые центры концентрируют значительную долю финансового бизнеса страны. Например, Торонто является национальным финансовым центром для Канады.

Региональные финансовые центры концентрируют большую пропорцию регионального бизнеса внутри одной страны. Авторы GFCI приводят в качестве примера такого финансового центра Чикаго.

Происходящие на финансовом рынке трансформации обуславливают тот факт, что все большее число стран в той или иной форме ставят вопрос о превращении своего национального финансового рынка в финансовый центр международного или регионального значения. Россия также не стала исключением. На рубеже 2008-2009 гг. создание в России МФЦ провозглашено в качестве ключевого императива развития национальной финансовой системы<sup>4</sup>. Сегодня, органами государственной власти и управления, работа по созданию международного финансового центра в Российской Федерации признаётся важнейшим элементом развития современной финансовой инфраструктуры в Российской Федерации<sup>5</sup>. Необходимость качественного рывка в развитии российской финансовой системы и превращение Москвы в международный финансовый центр требует изучения международного опыта регулирования деятельности финансовых организаций и встраивания их в национальные экономики. Этот факт является *первым ключевым моментом*,

---

<sup>4</sup> Распоряжение Правительства Российской Федерации от 11.07.2009 г. №911-р (План мероприятий по созданию МФЦ в Российской Федерации)

<sup>5</sup> Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года (Заявление Правительства Российской Федерации и Центрального банка Российской Федерации от 5 апреля 2011 г.)// Вестник Банка России. 2011.№21(1264). С.4-28

который следует учитывать при формировании базы наших представлений о том, какой мировой финансовый центр мы хотя построить в Москве

Следует сказать, что международные операции иностранных банков составляют исключительную сферу деятельности во всех международных финансовых центрах. И если в 70-80-х гг. XX в. деятельность иностранных банков на территории государств, имеющих ныне развитые международные финансовые центры, ограничивалась в основном финансированием внешнеторговых операций своих национальных клиентов, то сегодня ситуация совершенно иная. Интересно будет проследить, каким образом развивалось национальное регулирование иностранных банков, что привело в дальнейшем к интернационализации банковской деятельности и формированию международного финансового центра на территории страны.

Основные принципы организация надзора за деятельностью иностранных банков проистекают из общих принципов государственного регулирования и надзора за банковским сектором и истории становления международного банковского дела. История развития системы банков, имеющих зарубежные филиалы, берёт своё начало в XIX в. К 1960 г. в Лондоне уже существовало значительное количество зарубежных банковских отделений. Иностранные банки открывали свои отделения в Лондоне для решения следующих задач: 1)удовлетворения потребности зарубежных филиалов корпоративных клиентов своей страны; 2) участие в операциях на валютном рынке; 3)участие в операциях на рынке векселей с платежом в фунтах стерлингов («стерлинговые тратты»).

В течение последних 50-и лет произошли значительные изменения в международном банковском деле, начатые сначала американскими банками, а затем поддержанные европейскими и японскими банками, а также банками других стран мира. 60-е гг. XX в. были для международной банковской деятельности временем первого расширения. Объем в кредитовании банками филиалов национальных компаний, действующих на зарубежных товарных рынках, стал причиной открытия многочисленных банковских отделений



банков различных стран и в первую очередь – американских.

В 90-х гг. XX в. образовался единый европейский рынок финансовых услуг. Результатом этого события стало объединение европейских банков в союзы друг с другом, чтобы противостоять усиливающейся конкуренции. В то же время главным стремлением неевропейских банков было защитить своё существующее положение на рынках Европы или добиться присутствия на этих рынках, если они ещё не принимали в нём участия. Развивающаяся международная банковская деятельность стала причиной изменения существующих услуг и добавлением многих новых видов деятельности. Развитие новых видов деятельности, в свою очередь, вызывало рост зарубежной деятельности банков. Новые виды деятельности американскими экономистами предлагалось классифицировать в соответствии с тем, как долго банковские институты используют их в своей работе.

Кратко характеризуя виды операций банков за рубежом, отметим ряд специфических особенностей. Операции, помещенные в 1 группу - используются и сегодня, хотя были созданы и впервые применены несколько столетий назад. Операции второй группы, начали применяться лишь с 70-х гг. XX в. Третья группа включает операции, впервые разработанные в последних десятилетиях XX в. или находящихся в постоянном процессе развития.

Для сопоставления национальных банковских систем по признаку широты разрешённых подразделениям иностранных банков операций, необходимо принять во внимание два используемых подхода к регулированию спектра операций, осуществляемых коммерческим банком. Универсальный подход – является либеральным, так как позволяет банкам осуществлять операции с вкладами и кредитные операции, операции с ценными бумагами и заключать сделки на права собственности (Германия, Швейцария). Специализированный подход заключается в отделении операций с вкладами и кредитами от операций с ценными бумагами. Коммерческим банкам разрешается осуществлять деятельность по вкладам и кредитам, но им запрещено принимать участие в большинстве операций с ценными бумагами

(США, Великобритания). Многие страны находятся как бы между этими двумя подходами.

Следующее, на что следует обратить внимание, - подходы к регулированию отношений с другими странами в сфере внешних и внутренних инвестиций. Эти подходы базируются на двух принципах: принцип взаимной выгоды и принцип распространения национального режима на инвестиции. В первом случае иностранные инвестиции будут разрешены, если страна инвестора также разрешит равнозначные инвестиции в свою экономику. Во втором случае иностранные инвесторы будут обладать теми же правами, что и внутренние инвесторы.

Многие государства запрещают иностранным банкам владеть контрольными пакетами акций в национальных банках. Банковские структуры многих стран не предоставляют возможности для проникновения иностранных банков. В большинстве индустриальных государств верхний ярус банков, куда входит 5-10 крупнейших банков, контролирует 40-80% всех активов коммерческих банков. Сужающаяся область возможностей является следствием того, что некоторые из этих банков являются собственностью правительства.

Формы, используемые банками (на примере США) для развития и расширения своей деятельности за рубежом представлены в табл. 2 ниже. Но следует отметить, что открытие зарубежных отделений всегда было и, скорее всего, останется основным способом проникновения и размещения капитала иностранных банков за рубежом.

Зарубежные отделения представляют собой наиболее полное сочетание гибкости и контроля.

В Приложении 3 представлены некоторые виды деятельности отделений и та роль, которую они играют в отрасли. Главный вывод заключается в том, что, именно благодаря системе отделений мировые банки получают возможность выполнять свои функции наиболее эффективно. Демонстрируя только четыре вида услуг можно увидеть масштабы подобной эффективности. Во-первых, благодаря системе отделений можно вести сделки с валютами в

разных временных поясах. Эта функция сокращает рискованности торговли на денежных рынках и повышает шансы получить преимущества, обеспечиваемые местными публикациями новостей. Во-вторых, зарубежные отделения могут осуществлять финансовые услуги местным клиентам в любой точке мира. В-третьих, отделения могут выделять средства на кредитование местных клиентов. В-четвёртых, отделения могут оказывать прямые финансовые услуги, когда идут торговые потоки между двумя странами, в которых расположены эти отделения.

Основная функция зарубежных отделений – удовлетворение потребностей головного банка в пределах, обусловленных местной средой. Операции зарубежных отделений отражают как особенности принимающей страны, так и нужды головного банка. В *Великобритании* отделения иностранных банков играют особую роль. Лондон – ведущий финансовый центр мира, обладающий уникальным механизмом денежного рынка. Экономика Великобритании также представляет иностранным компаниям благоприятные возможности для инвестиций. Следовательно, главных видов деятельности отделений иностранных банков в Великобритании, как минимум, два: операции на оптовом денежном рынке и оказание услуг ТНК. В рамках операций на денежном рынке существенную роль играют торговля евровалютами и свопы по фунтам стерлингов.

## Формы зарубежного представительства, используемые коммерческими банками

Формы	Вид деятельности	Преимущества	Недостатки
Зарубежное отделение	Общая банковская деятельность	Гибкость	Все убытки по операциям идут на счёт головного банка
Представительство	Контакты с клиентами	Легкость в управлении	Ограничения в деятельности
Агентство	Широкий спектр операций	Низкая стоимость	Не может принимать вклады
Дочерний банк	Общая банковская деятельность	Легкость организации	Правительство страны действия банка может ограничить использование дочерних компаний
Международная банковская корпорация	Корпорации Эджа	Не ограничено в кредитовании	Специальные регулирующие постановления
Дочерняя финансовая компания	Коммерческие ссуды, лизинг и др.	Расширение через поглощение	Не может принимать вклады
Торговый банк	Банковская и корпоративная деятельность	Гибкость	Низкий уровень собственного капитала
Консорциальный банк (временно создаваемый несколькими финансовыми учреждениями для проведения крупных финансовых операций)	Рынок евровалют	Самостоятельная экономическая единица, участие в еврокредитах	Долевое владение и контроль
Система международных банковских «зон»	Банковская деятельность с евродолларами с отделением на территории США	Совместные банковские средства, льготы, размещение в США и временной пояс	Не может кредитовать заёмщиков в США

Отделения, иностранных банков расположенные в странах континентальной Европы, функционируют во многом идентично отделениям в Великобритании. В качестве отличий выделяются: 1)отделения, расположенные на континенте, имеют меньшие объемы деятельности, что объясняется тем, что Лондонский еврорынок препятствует рост других секторов еврорынка; 2)деятельность отделений в основном проходит на мультивалютной основе (евродоллары, еврофунты, евройены).

Отделения иностранных банков в Латинской Америке, Африке, Юго-Восточной Азии, Среднем Востоке имеют еще меньшие количественные характеристики. Исключение составляют отделения иностранных банков в

Японии, Гонконге, Сингапуре, которые имеют возможность оказания самых разнообразных услуг в этих региональных финансовых центрах: доступ на рынок азиатских долларов (банковские депозиты в долларах США, размещённые в Сингапуре и используемые за пределами США), участие в финансировании торговли, синдицированные кредиты, кредиты торговым банкам, инновационное финансирование.

Эти отделения осуществляют, в качестве основных, общие финансовые услуги, выполняют местные платежи между торговыми фирмами (практика Латиноамериканских стран), финансируют внешнюю торговлю, производят учёт валютных средств для головной организации (внешние валютные кредиты, в которых принимает участие головной банк, конвертируют активы в облигации, паевые вложения в акции или портфельные инвестиции стране-заёмщике), осуществляют функцию поиска привлекательных возможностей обмена долговых обязательств на более привлекательные активы; смешанные услуги по финансированию развития и общие розничные банковские услуги (практика африканских отделений иностранных банков). Австралия и Океания с 80-х гг. XX в. также открыли свои банковские рынки для иностранных банков.

Таким образом, сегодня нам следует констатировать тот факт, что 60-70-е гг. XX в. ознаменовались бурным ростом международной деятельности банков. Все это имело под собой серьезную основу и объясняется целым комплексом причин:

1) бурный рост после 1980 г. внешней торговли произошедший вслед за общемировым ослаблением протекционизма привёл к расширению традиционной ниши иностранных банков и увеличению объёма валютнообменных операций, на которых эти банки специализировались;

2) резкий подъём рынка евродолларов, первоначально вызванный стремлением СССР держать долларové авуары вне пределов США для минимизации риска конфискации, а затем стремлением американских банков обойти различные регуляторные требования;

3) рост прямых иностранных инвестиций в США из Европы и Японии и, наоборот, при этом компании желали, чтобы на зарубежных рынках они сопровождалась «своими» банками.

В результате, структура мировых финансовых рынков имеет сформировавшуюся архитектуру, знание этой архитектуры должно стать *вторым ключевым моментом*, который также стоит иметь ввиду, формируя базу наших представлений о том, какой международный финансовый центр мы хотя построить в Москве.

Мировые финансовые рынки состоят из пяти главных частей: национальные финансовые (внутренние) рынки, традиционные международные финансовые рынки, международные валютные рынки, евторынки и офшорные финансовые центры (Приложение 4). Национальные финансовые рынки включают рынки краткосрочного и долгосрочного ссудного капитала, национальные валютные рынки и некоторые вторичные рынки. Эти рынки функционируют в рамках ограничений правительственной экономической политики.

На традиционных международных финансовых рынках осуществляются займы и инвестиционные сделки между резидентами двух стран с использованием одной валюты. Эти сделки могут регулироваться правилами, устанавливаемыми этими двумя странами, которые могут отличаться и в положительную и в отрицательную сторону от правил, установленных на национальных финансовых рынках двух стран.

Международные валютные рынки способствуют одновременной торговле различными валютами в ведущих финансовых центрах мира. По существующей мировой денежной системе международные валютные сделки регулируются правилами, установленными МВФ.

Евторынки включают рынок евровалюты, рынок еврооблигаций, евродолларовые финансовые продукты (фьючерсы, опционы, свопы). Евровалюта – это срочный депозит, находящийся в банке, расположенном за пределами страны, в которой выпускается данная валюта. Евровалютный

рынок появился на международной финансовой сцене только после второй мировой войны, но его стремительный рост и огромный размер отражают интенсивную и экстенсивную рыночную деятельность во всем мире. Деятельность евровалютного рынка концентрируется на долгосрочных и краткосрочных международных валютных депозитах, крупномасштабном международном кредитовании (синдицированных займах) и межбанковских рыночных операциях. Эти виды деятельности осуществляются международными финансовыми учреждениями, которые рационально и выгодно размещают денежные средства в мировом масштабе.

Еврорынки обычно не подчиняются национальным или внутренним правилам, таким как резервные требования и депозитные страховые сборы. По этой причине, евробанки – дочерние банки нескольких банков различных стран, не подчиняющиеся банковскому регулированию страны пребывания – могут действовать более эффективно и с меньшими издержками, чем внутренние банки. Евробанки и внутренние банки являются конкурентами. В результате этой конкуренции возникает зависимость между процентными ставками на еврорынках и внутренних денежных рынках.

Между традиционными международными финансовыми рынками и еврорынками существует тесная взаимосвязь. Когда международный заемщик хочет получить крупную ссуду, которая не может быть предоставлена одним кредитором, выходом может быть синдицированные займы на еврорынках.

Офшорные финансовые рынки можно классифицировать на «бумажные» и «функциональные» центры. «Бумажные» центры хранят документацию, а банковские операции не производят или производят в незначительных размерах. «Функциональные» центры, напротив, занимаются депозитными операциями и предоставлением займов. Оба типа центров помогают перемещать средства из крупных международных финансовых центров конечным заемщикам. Банки используют и «бумажные» и «функциональные» центры для того, чтобы минимизировать налоги и избежать регулирования своей деятельности.

Офшорные финансовые рынки являются результатом возникновения евровалютного рынка. Они действуют параллельно национальным финансовым рынкам, но почти не подчиняются национальному регулированию с целью привлечь международных заемщиков и кредиторов. Свобода от местных налогов является характерной чертой почти всех офшорных финансовых центров. Это объясняет, почему даже такие крупные финансовые рынки, как Лондон, Нью-Йорк и Токио, используют офшорные банки для укрепления своих международных конкурентных позиций.

Пять главных взаимосвязанных компонентов мировых финансовых рынков осуществляют финансовые функции различных типов. Еврорынки обычно не подчиняются национальным или внутренним правилам, таким как резервные требования и депозитные страховые сборы. Еврорынки и офшорные рынки тесно связаны. Они обслуживаются одной и той же группой банков. Оба вида рынков мобилизуют ликвидные средства, выполняют посреднические функции и почти не подчиняются внутреннему регулированию. Международные валютные рынки имеют огромное значение в мировом масштабе. Эти рынки являются центрами всех остальных рынков. В то время как евровалютные рынки являются рынками займов и депозитов, международные валютные рынки обеспечивают базовые средства платежа.

Рынок евровалюты и офшорные банковские центры обладают следующими специфическими характеристиками:

- 1) минимальное правительственное регулирование и стимулы для нерезидентных участников действовать на рынке;
- 2) средства для привлечения крупных международных коммерческих банков, финансовых учреждений и ТНК к немедленному использованию этих рынков;
- 3) функциональная банковская система, способствующая международным сделкам;
- 4) наличие большого количества финансовых инструментов, обеспечивающих свободу выбора заемщикам и кредиторам: инструменты,



сроки их действия, процентные ставки, валюты;

5) внутренняя политическая стабильность для обеспечения непрерывности операций;

6) наличие квалифицированной рабочей силы и коммуникаций для достижения эффективной работы с международным банковским сообществом;

7) набор правил, которые необходимо соблюдать для обеспечения минимального национального и внутреннего регулирования и отсутствия на рынках нарушений;

8) отсутствие на рынках международного регулирования.

Мировые финансовые рынки имеют не только определенную структуру, но и определённую географическую локализацию, что привело к формированию международных финансовых центров. Последние сформировались уже в процессе исторического развития всей совокупности мировых финансовых рынков. Таблица 15 ниже представляет географический аспект международных финансовых центров.

Таблица 15.

#### Расположение международных финансовых центров

Европа	
■ Лондон ■ Париж ■ Швейцария ■ Люксембург	■ Франкфурт ■ Брюссель ■ Амстердам ■ Нормандские острова
Западное полушарие	
■ Нью-Йорк, ■ Майами ■ Лос-Анджелес ■ Сан-Франциско ■ Торонто ■ Нассау	■ Панама ■ Каймановы острова ■ Бермудские острова ■ Барбадос ■ Антигуа ■ Нидерландские Антильские острова
Азия	
■ Токио ■ Сингапур ■ Гонконг ■ Мумбаи	■ Манила ■ Вануату ■ Бахрейн ■ Шанхай

Кроме того, следует обратить внимание на тот факт, что международные

финансовые центры могут быть классифицированы еще и по трём типам, что обусловлено спецификой правовой модели государств, инициировавших создание на своей территории международных финансовых центров. В итоге, история и практика регулирования деятельности иностранных банков в этих государствах позволили выявить следующие три типа международных финансовых центров. Различают континентальную моделью (сделки резидентов и не резидентов разъединены) и островную (сделки резидентов и не резидентов объединены).

В любом случае, надо чётко осознавать, что деятельность коммерческих банков в международных финансовых центрах в основном осуществляется не через полноценные дочерние структуры, а через филиалы банков<sup>8</sup>. Здесь есть здравый экономический смысл, поскольку для того узкого круга операций, которые осуществляются на международных рынках - привлечение фондирования, секьюритизация активов, размещение синдицированных кредитов, управление ликвидностью и т.д. – полноценные структуры не нужны. Таким образом, говоря о создании на территории Москвы международного финансового центра мы должны чётко представлять себе, а что именно за центр мы хотим и имеем возможность построить.

Если вести речь о **международном валютном рынке** и о **еврорынке** то надо знать те предпосылки, которые являются минимально необходимыми для реализации подобных амбиций.

Это означает, что либо национальная валюта России должна быть всемирно признанным средством международных расчётов (резервной валютой), либо в национальной банковской системе должно быть накоплено такое большое количество иностранной валюты (фунтов, долларов, евро, йен и т.д.), например, в виде экспортной выручки или основанной на доверии иностранных вкладчиков и стабильности нашей экономики и банковской системы, что перед государством встанет проблема **рециклирования** этой иностранной валюты во благо своей экономики и развития национального

---

бизнеса. Лучше всего, если оба перечисленных обстоятельства имеют место.

Интересно отметить, что третья разновидность международных финансовых центров – **офшорные рынки** – реализована не только в практике финансово мощных стран, но и в практике ряда развивающихся государств.

Либерализация доступа на национальный рынок для иностранных банковских структур имела у подавляющего большинства стран в качестве важнейшей цели, наряду с обеспечением необходимого конкурентного давления в отрасли для достижения её большей эффективности, также и содействие превращению крупнейших городов страны в международные финансовые центры. Статус международного финансового центра во многом обеспечивает успешное развитие финансовой и связанных с ней отраслей, играющих ведущую роль в экономике мегаполиса. Подобный мегаполис притягивает филиалы банков всего мира для выполнения специфических, дополнительных к обслуживанию собственно национальной экономики функций. В результате приток иностранного банковского капитала в филиальной форме ведёт к увеличению объёма создаваемой в финансовой отрасли страны добавленной стоимости.

Вне мегаполиса – финансового центра – роль иностранных банков в национальной экономике остаётся ограниченной.

Глубокие различия в институциональной структуре (включая и запрет на деятельность в России филиалов иностранных банков) и уровне развития финансового рынка России и стран, реализовавших возможности построения на своей территории международного финансового центра, затрудняют немедленное использование нашей страной опыта этих стран в финансово-банковской сфере.

## ***12. Центральные контрагенты как важнейшая часть инфраструктуры международных финансовых центров<sup>146</sup>***

Одной из ключевых причин появления на международном финансовом рынке международных финансовых центров (МФЦ) является существенно возросшая роль рынка ценных бумаг, который позволяет осуществить привлечение, концентрацию и капиталов для их перераспределения в соответствии с потребностями получения дополнительной прибыли. На сегодняшний день МФЦ должен обладать следующими минимальными характеристиками, чтобы считаться международным:

- интеграция в мировую экономику экономики страны, демонстрирующей постоянный рост на основе стабильной валюты и эффективной финансовой политики;

- либеральные налоги и правовые условия, не препятствующие финансовым операциям и инвестициям, дающие возможность эффективно распределить средства;

- действующая развитая финансовая инфраструктура, включающая банковскую, биржевую и страховую системы с эффективным надзором.

На современном этапе формирования в России МФЦ необходимо наличие крупной фондовой биржи и развитой системой посттрейдинговых услуг, обеспечивающих вход, конвертацию иностранного капитала, надежные и окончательные расчеты по заключенным сделкам, качественное и надежное управление рисками. В создании новых МФЦ заинтересованы, в том числе, развитые страны, так как эти центры создавались банковским капиталом Запада как важнейший плацдарм в их конкурентной борьбе за международный валютно-кредитный бизнес.

Как отмечал Е. Ф. Авдокушин<sup>147</sup> «в глобализирующейся мировой экономике МФЦ играют роль распорядителя глобальных денежных и

---

<sup>146</sup> В.С.Уткин

<sup>147</sup>Е. Ф. Авдокушин, «Некоторые черты и особенности функционирования международных финансовых центров (МФЦ)», Вопросы новой экономики № 2 (6) 2008

капитальных потоков. Деньги и кредиты, прежде всего, мировые (свободно конвертируемые) валюты все больше утрачивают свою национально-государственную ориентированность. Они становятся глобальными деньгами, снимая свои национальные одежды». Движение денег все более управляется не национальными государствами, а транснациональными банками, и другими наднациональными финансовыми структурами. При этом МФЦ формируют новый стандарт движения международного капитала—обязательное наличие организованной финансовой инфраструктуры, включающей помимо биржи центральный депозитарий и центральный контрагент. МФЦ начинает играть роль филиала глобального «финансового института», который действуя по инструкциям головного офиса, обеспечивает перераспределение международных финансовых средств, для их использования их на реализацию наиболее выгодных проектов в глобальном масштабе.

Как уже отмечалось, наличие центрального контрагента, является обязательным для МФЦ. Это можно проиллюстрировать на основе задач и функций, выполняемых им и роли центрального контрагента в рамках финансового рынка.

Центральный контрагент (ЦК) – это организация, являющаяся посредником между сторонами сделки, т.е. продавцом для первоначального покупателя и покупателем для первоначального продавца, что гарантирует исполнение обязательств в рамках сделки. Таким образом, первоначальные стороны сделки заменяют свои договорные отношения друг с другом соответствующими договорами с ЦК.

Центральные контрагенты, оказывают значительное влияние на функционирование финансовых рынков. Они могут увеличить эффективность и стабильность финансовых рынков в такой степени, что их бесперебойное функционирование обеспечит еще более эффективное использование обеспечения, снижение операционных издержек и рост ликвидности.

Управление рисками – ключевая функция<sup>148</sup> центрального контрагента.

---

<sup>148</sup>Уткин В.С. ЗАДАЧИ И ФУНКЦИИ ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА. //Финансы и кредит» 2010 №8

Необходимо отметить, что первые центральные контрагенты возникли именно на самых высокорискованных рынках – рынках производных финансовых инструментов. Если рассматривать ЦК с позиции именно института, концертирующего риски, то можно сделать определенное заключение, что ЦК начинает «работать» именно в тот момент, когда риски реализовались и необходимо принимать определенные решения и использовать специализированный инструментарий в целях минимизации их влияния на ситуацию на рынке. В рамках этой функции центральный контрагент решает определенные объем задач, среди которых необходимо отдельно выделить установление требований к участникам и установление требований к внесению предварительного обеспечения.

ЦК может устанавливать требования к участникам, включая минимальную величину капитала. Участники, желающие продолжать заниматься клиринговой деятельностью, должны соблюдать данные требования. В качестве примера проиллюстрируем требования ряда клиринговых домов.

Требования к минимальному капиталу участников рынка деривативов:

Чикагская товарная биржа 5 млн. долларов.

Лондонская клиринговая палата 25 млн. евро.

Юрекс клиринг 125 млн. евро.

Требования к взносу в дефолт фонд:

Чикагская товарная биржа 0,5 млн. долларов.

Лондонская клиринговая палата 1 млн. евро.

Юрекс клиринг 2% от среднемесячного маржевого

взноса.

Таким образом, на всех МФЦ существует своеобразная плата за вход для участников финансового рынка. При этом европейский рынок демонстрирует более жесткие требования. В нашей стране также применяются эти механизмы, но необходимо отметить, что плата за вход на развивающиеся рынки к которым относится и Россия должна быть очевидно ниже.

Наиболее широко распространенным (а по мнению многих – и наиболее важным) инструментом управления рисками является обеспечение. ЦК, как правило, держат обеспечение (иногда именуемое начальной маржей), депонированное каждым участником рынка, в целях демпфирования неблагоприятных рыночных колебаний. ЦК также отслеживает позиции участников и периодически направляет требования о внесении дополнительного обеспечения, соответствующие колебаниям рынка, что позволяет в приемлемой степени оградить ЦК от будущих убытков. ЦК устанавливает правила, оговаривающие то, какие активы могут использоваться в качестве обеспечения, какой дисконт следует применять к стоимости определенных активов при расчете их стоимости в качестве обеспечения, а также с какой периодичностью ЦК может направлять требования о депонировании дополнительного обеспечения<sup>149</sup>. Ряд исследователей считают, что именно выполнение функций механизма работы с обеспечением является наиболее важной причиной существования ЦК<sup>150</sup>. ЦК используют различные подходы и модели для установления уровня маржи, наиболее распространенным является модель SPAN разработанная Чикагской товарной биржей и по существу ставшей международным стандартом маржирования. На российских биржах предпринимаются попытки внедрения данного стандарта, однако говорить о соответствии национальной инфраструктуры данному стандарту пока преждевременно.

Ввиду растущего интереса к развитию ЦК и расширения перечня их услуг, Комитетом по расчетным и платежным системам Банка Международных расчетов (Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)) совместно с Техническим комитетом Международной организации Комиссий по ценным бумагам Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) в феврале 2003 года были разработаны и внедрены «Рекомендации для Центральных контрагентов». Хотя этот документ не носит

---

<sup>149</sup>Kupiec, P and White, P (1996) 'Regulatory Competition and the Efficiency of Alternative Derivative Product Margining Systems', Journal of Futures Markets, Vol. 16, No. 8, pages 943–968.

обязательный характер, но он содержит 15 рекомендаций по важнейшим направлениям, деятельности ЦК. В каждой рекомендации не только описываются требуемые от Центральные контрагентов стандарты действий на конкретном направлении, но и дается перечень контрольных вопросов. Это имеет практическую значимость для ЦК, которые, основываясь на перечне контрольных вопросов, производят самооценку своей деятельности по каждой рекомендации по принципу: полностью соответствует, частично соответствует или не соответствует. В Европе соответствие ЦК Рекомендациям является обязательным условием вступления в члены Европейской Ассоциации центральных контрагентов (European Association of Clearing Houses - Central Counterparties (EACH)). Членство в этой Ассоциации, которая объединяет в настоящее время 23 клиринговых организаций - центральных контрагентов Европы, является свидетельством высокого уровня надежности и эффективности ЦК и мощным катализатором роста доверия к нему. Кроме того работа в EACH позволяет членам этой Ассоциации участвовать в выработке подходов, стандартов и рекомендаций по развитию услуг ЦК, которые должны максимально возможно удовлетворять потребности участников и отражать динамику изменений финансового рынка. Международные Рекомендации для ЦК, их знание и учет в практической деятельности имеет важное значение для формирования МФЦ в России и его полной интеграции в международный финансовый рынок.

Признавая важность рекомендательных стандартов Европейские регуляторы пришли к заключению о необходимости разработки и внедрения уже обязательных стандартов деятельности инфраструктурных организаций финансового рынка. Для этих целей Комитет по системам платежей и расчетов и Технический комитет Международной организации комиссий по ценным бумагам совместно подготовили и в марте 2011 года представлены на обсуждение заинтересованных лиц «Принципы для инфраструктуры финансового рынка». В Принципах отмечается, что инфраструктуры

---

<sup>150</sup>: Dewachter, H and Gielens, G (1999) 'Setting Futures Margins: the Extremes Approach', Applied Financial



финансовых рынков (ИФР), упрощающие документирование, клиринг и урегулирование денежных и иных финансовых операций, способствуют укреплению обслуживаемых ими рынков и имеют первостепенное значение для обеспечения финансовой стабильности; тем не менее, отсутствие грамотного управления может повлечь за собой существенные риски для финансовой системы и негативные последствия, особенно в условиях неблагоприятной рыночной ситуации. При всей эффективности деятельности ИФР в условиях недавнего финансового кризиса, его события помогли выявить недочёты, устранение которых необходимо для обеспечения эффективного управления рисками. Целью подготовки данных принципов также стала поддержка инициативы Совета по финансовой стабильности (FSB), направленной на укрепление ключевых финансовых инфраструктур и рынков. Все участники CPSS и IOSCO намерены обеспечить максимально возможное применение обновлённых и дополненных стандартов в деятельности ИФР своих административно-территориальных единиц.

Стандарты, включённые в указанные принципы, способствуют согласованию и, при необходимости, укреплению существующих международных стандартов, разработанных для системно значимых финансовых систем, центральных депозитариев ценных бумаг, систем расчетов по сделкам с ценными бумагами и центральных контрагентов (ЦК). Принципы также включают дополнительные указания для ЦК и торговых депозитариев (ТД), работающих с внебиржевыми производными инструментами. В целом, рассматриваемые принципы представлены в виде общих стандартов, признавая организационное, функциональное и структурное разнообразие ИФР и, следовательно, наличие разных способов достижения того или иного результата. В отдельных случаях, указанные принципы также включают минимальный объём специальных требований (в части кредитования, ликвидности и общих коммерческих рисков), обеспечивающих наличие единого базового уровня управления рисками для ИФР разных стран. Помимо

стандартов, разработанных для ИФР, Принципы содержат общий обзор обязанностей центральных банков, регулирующих органов рынка, а также органов, контролирующей деятельность ИФР по соблюдению вышеуказанных стандартов.

Значение европейской инициативы трудно недооценить, занимаясь построением МФЦ сегодня в первую очередь нужно обеспечить соответствие национальной инфраструктуры данным принципам, которые становятся своеобразным «знаком качества» или сертификатом соответствия. Вызывает опасения недостаточное внимание научной и практической общественности к этому важнейшему условию создания МФЦ.

Для ЦК применяются свыше 90% требований установленных Принципами для ИФР (табл. 16).

Таблица 16

Общая применимость принципов к конкретным типам ИФР

Принцип		Платёжные системы	ЦДЦБ и SSS*	ЦК	ТР
1.	Правовая основа	•	•	•	•
2.	Управление	•	•	•	•
3.	Структура комплексного управления рисками	•	•	•	•
4.	Кредитный риск	•	•	•	
5.	Обеспечение	•	•	•	
6.	Маржа			•	
7.	Риск ликвидности	•	•	•	
8.	Окончательный характер расчётов	•	•	•	
9.	Денежные расчёты	•	•	•	
10.	Физические поставки активов		•	•	
11.	Центральные депозитарии ценных бумаг		•		
12.	Системы взаиморасчётов посредством обмена ценностями	•	•	•	
13.	Порядок объявления неплатёжеспособности участника	•	•	•	
14.	Разделение и перемещение			•	
15.	Общий деловой риск	•	•	•	•
16.	Кастодиальный и инвестиционный риск	•	•	•	
17.	Операционный риск	•	•	•	•
18.	Условия предоставления доступа и участия	•	•	•	•
19.	Механизмы многоуровневого участия	•	•	•	•
20.	Взаимосвязь ИФР	•	•	•	•
21.	Эффективность и действенность	•	•	•	•
22.	Коммуникационные процедуры и стандарты	•	•	•	•
23.	Информирование о правилах и основных процедурах	•	•	•	•
24.	Информирование о рыночной ситуации				•

\* Применимость определённых принципов к ЦДЦБ и SSS зависит от структуры ИФР.

ЦК играют ключевую роль в инфраструктуре финансового рынка и являются необходимым институтом для МФЦ. ЦК упрощают проведение клиринговых и расчётных операций при заключении денежных и иных финансовых сделок, например, совершении платежей, операций с ценными

бумагами и производными инструментами (в том числе деривативные контракты на поставку товаров). В то время как безопасность и эффективность ЦК способствуют обеспечению и повышению финансовой стабильности, а также экономическому развитию, ЦК также заключают в себе потенциальные риски. В отсутствие грамотного управления, ЦК могут стать источником шоковых ситуаций в финансовой системе, как, например, перераспределение ликвидности активов, потери по кредитам или возникновение каналов передачи вышеуказанных шоковых ситуаций между различными внутренними и внешними финансовыми рынками, поэтому развитие института центрального контрагента в направлении полного соответствия европейским принципам безусловно станет важнейшим шагом на пути создания международного финансового центра в России.

### ***13. Оценка инфраструктуры финансового рынка в условиях развития МФЦ в России<sup>151</sup>***

Одной из приоритетных задач, определенных ФСФР России в докладе «О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008 - 2012 гг. и на долгосрочную перспективу», является развитие и консолидация биржевой, расчетно-депозитарной, клиринговой, учетной инфраструктуры российского финансового рынка. Решение этой задачи предопределяет усиление конкурентоспособности российского финансового рынка и формирование в России мирового финансового центра.

Среди актуальных вопросов хотелось бы особо выделить падение доходов инфраструктурных институтов в связи с развитием мирового финансового кризиса и снижение капитализации российского фондового рынка.

Первым шагом на пути к созданию консолидированной биржевой инфраструктуры является выбор модели построения такой инфраструктуры финансового рынка, которая позволит сконцентрировать и направить на

дальнейшее повышение конкурентоспособности российского финансового рынка необходимые управленческие, технологические и финансовые ресурсы.

Такая модель, скорее всего, не будет точной копией той инфраструктуры, которая сложилась на мировых финансовых рынках. При выборе российской модели консолидированной биржевой инфраструктуры следует учитывать уже вполне сложившиеся связи и расстановку сил на российском рынке; наличие достаточно мощных и вполне эффективных крупных инфраструктурных институтов – регистраторов, депозитариев, в том числе расчетных депозитариев, клиринговых организаций; сложившиеся схемы контроля и управления инфраструктурой. С другой стороны, следует иметь в виду, что и на ведущих финансовых рынках отсутствует единообразие моделей инфраструктуры. Вместе с тем, наиболее выраженной тенденцией является укрепление модели вертикальной интеграции инфраструктурных организаций.

В России вопрос о какой-то единой модели построения инфраструктуры рынка ценных бумаг никогда системно не поднимался. Крупнейшие российские биржевые группы строились под задачи тех, кто становился их ключевыми владельцами и пользователями. Структура управления группы ММВБ представляет собой смешение горизонтальной и вертикальной интеграции. Группа РТС является в гораздо большей мере вертикально интегрированной.

Необходимые для развития российской финансовой инфраструктуры меры условно можно разделить на неотложные и актуальные в перспективе. К первым можно отнести повышение надежности учетных институтов и создание эффективных механизмов их взаимодействия, ко вторым – консолидацию биржевой инфраструктуры и активную интеграцию российского финансового рынка в международные.

В рамках модернизации биржевой инфраструктуры весьма существенная роль принадлежит институту центрального контрагента (ЦК). ЦК занимают важное место в системах расчета по ценным бумагам, являясь промежуточным звеном между сторонами в финансовых операциях, становясь покупателем для

---

<sup>151</sup> Рыкова, Уткин, Сильвестров

продавца и продавцом для покупателя. Хорошо организованный ЦК, располагающий надлежащими средствами управления рисками, снижает уровень рисков, с которыми сталкиваются участники систем расчетов по ценным бумагам, и тем самым вносит свой вклад в обеспечение финансовой устойчивости. ЦК уже длительное время используются на рынках производных финансовых инструментов, а также на некоторых биржах ценных бумаг. В последние годы они стали участвовать в работе значительно большего числа рынков ценных бумаг, включая рынки наличного товара и внебиржевые рынки ценных бумаг. ЦК может существенно снизить уровень рисков для участников рынков путем применения более мощных средств контроля всех участников, а во многих случаях — путем взаимозачетов цепочки плательщиков по сделкам. Он также стремится увеличить ликвидность обслуживаемых им рынков, поскольку это снижает уровень рисков для участников и облегчает возможность проведения анонимных сделок. Использование указанного механизма ставит ЦК в уникальное положение, поскольку он осуществляет прямое взаимодействие с каждым из торговых контрагентов, и, следовательно, несет контрагентский риск по операциям с каждым из них. Это обстоятельство побуждает ЦК осуществлять тщательный мониторинг деятельности контрагентов. Участники рынка, в отличие от ЦК, в данной форме существования клиринга, не зависят от кредитоспособности кого-либо за исключением ЦК, что существенно снижает для них издержки мониторинга рисков.

Маркетинговый анализ биржевого финансового рынка был проведен методом экспертной оценки путем анкетирования респондентов с выделением в фокус группы. В состав выборки были включены как представители профессионального сообщества, так и представители научной среды. Анкетирование проводилось путем адресной интернет рассылки анкет с вопросами и вариантами ответов. Далее представлен образец анкеты (Прил. 8).

На 1, 3, 4, 5 вопросы участникам анкетирования предоставлялась возможность дать только один ответ. В 2 и 6 вопросах участники

анкетирования могли выбирать по несколько пунктов. Кроме того, анкетиремым была предоставлена возможность выражать иные соображения на предмет заданных вопросов, а также давать собственные комментарии.

По результатам анкетирования засчитывались лишь ответы, данные в соответствие с предоставленными возможностями. В случае, если участник анкетирования выбирал несколько пунктов отвечая на вопрос 1, 3, 4, 5 (за исключением ответа «иное») - ответ участника не учитывался при подведении итогов. В случае, если участник анкетирования не выбирал ни одного из предложенных вариантов ответов вопрос также не учитывался при подведении итогов.

Комментарии и «иные соображения» участников анкетирования были учтены и приняты во внимание отдельно.

– Первый вопрос. Выбор 1 пункта засчитывался как положительная оценка возможности консолидации бирж ММВБ и РТС, выбор пункта 2 или 3 – как отрицательная оценка;

– Второй вопрос. Выбор пунктов 1, 2, 3 засчитывался как положительный ответ на заданный вопрос, выбор пункта 4 – как отрицательный. Вне зависимости от количества выбранных пунктов с 1 по 3 засчитывался один положительный ответ;

Общее число опрошенных в результате анкетирования – 20 человек: из них 15 (75%) – представители научной среды, 5 (25%) – представители профессионального сообщества. В целях обеспечения чистоты результатов проводимого исследования участникам опроса предоставлялась лишь общая информация: цели исследования не сообщались. Голоса участников опроса "Оценка инфраструктуры финансового рынка" распределились следующим образом.

Таблица 17.

## Результаты анкетирования (1)

Научное сообщество									
вопрос	Общее кол-во ответов	ответ 1		ответ 2		ответ 3		ответ 4	
		Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%
1	15	5	33,33%	7	46,67%	3	20,00%	n/a	n/a
2	15	9	60,00%	5	33,33%	1	6,67%		0,00%
3	15	9	60,00%	6	40,00%	n/a	n/a	n/a	n/a
4	12	2	16,67%	1	8,33%	9	75,00%	n/a	n/a
5	4	3	75,00%	1	25,00%	n/a	n/a	n/a	n/a
6	6	3	50,00%	2	33,33%		0,00%	1	16,67%

1 вопрос: «За» - 5, «против» - 10

2 вопрос: «За» - 15, «против» - 0

«Не засчитано»: 5 вопрос – 3, 6 вопрос – 11, 7 вопрос - 9

Таблица 18.

## Результаты анкетирования (2)

Проф. участники									
вопрос	Общее кол-во ответов	ответ 1		ответ 2		ответ 3		ответ 4	
		Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%
1	5	1	20,00%	3	60,00%	1	20,00%	n/a	n/a
2	5	2	40,00%	2	40,00%		0,00%	1	20,00%
3	5	1	20,00%	4	80,00%	n/a	n/a	n/a	n/a
4	4	3	75,00%		0,00%	1	25,00%	n/a	n/a
5	2	1	50,00%	1	50,00%	n/a	n/a	n/a	n/a
6	8	2	25,00%	2	25,00%	2	25,00%	2	25,00%

1 вопрос: «За» - 1, «против» - 4

2 вопрос: «За» - 4, «против» - 1

«Не засчитано»: 5 вопрос – 1, 6 вопрос – 3

Таблица 19.

## Результаты анкетирования (3)

Общие голоса									
вопрос	Общее кол-во ответов	ответ 1		ответ 2		ответ 3		ответ 4	
		Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%	Ответов на вопрос	%
1	20	6	30,00%	10	50,00%	2	10,00%	n/a	n/a
2	20	11	55,00%	7	35,00%	1	5,00%	1	5,00%
3	20	10	50,00%	10	50,00%	n/a	n/a	n/a	n/a
4	16	5	31,25%	1	6,25%	10	62,50%	n/a	n/a
5	6	4	66,67%	2	33,33%		n/a	n/a	n/a
6	14	5	35,71%	4	28,57%	2	14,29%	3	21,43%

1 вопрос: «За» - 6, «против» - 12

2 вопрос: «За» - 19, «против» - 1

## Результаты «голосования» по 1 и 2 вопросам

	Вопрос №1 «за»	%	Вопрос №1 «против»	%	Вопрос №2 «за»	%	Вопрос №2 «против»	%
Проф. участники	1	20,0%	4	80,0%	15	100,0%	0	0,0%
Научная среда	5	33,3%	10	66,7%	4	80,0%	1	20,0%
Итого	6	30,0%	14	70,0%	19	95,0%	1	5,0%

## Результаты "голосования" по 1 и 2 вопросам

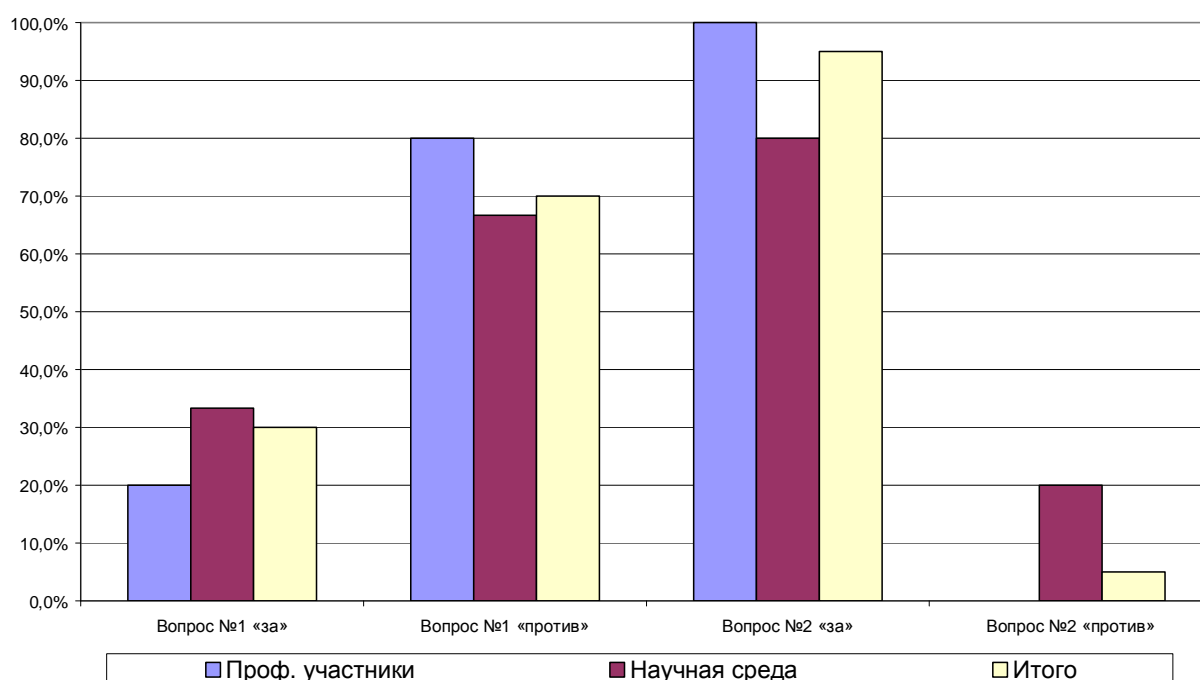


Рисунок 10. Результаты анкетирования.

По результатам опроса большинство участников анкетирования негативно оценивают идею консолидации бирж ММВБ И РТС. Однако большинство опрошенных считают, что единый центральный контрагент с обязательствами в рублях необходим. Аналогичные результаты наблюдались и по каждой из фокус групп. Неоднократно встречается мнение о пользе конкуренции двух бирж, а введение института центрального контрагента рассматривается как положительный момент в развитии инфраструктуры российского рынка ценных бумаг, что позволит приблизиться отечественному



рынку к мировым стандартам, повысить оборачиваемость средств, будет способствовать снижению рисков. Выражается также мнение о том, что в России «недостаточное количество заинтересованных лиц для работы двух бирж» - иными словами, говорится о неразвитости рынка инвестиций.

Изменение расписания торгов на ММВБ с началом торгового дня с 10.00 мск. поддерживают большинство респондентов. В качестве основных положительных моментов такого нововведения отмечается соответствие времени начала торгов на бирже РТС, синхронизация старта торгов на фондовом, валютном и срочном рынке ММВБ.

Касательно требований по предварительному депонированию денежных средств участниками торгов мнения опрошенных разделились поровну. Однако, наблюдается расхождение мнения фокус групп, что может свидетельствовать о недостоверности результата ввиду отсутствия у опрошенных должного понимания или опыта. Так, 80 % респондентов из группы проф. участников считают, что предварительное депонирование может быть частичным, в то время, как 60% респондентов «научной среды» придерживаются мнения, что предварительное депонирование должно быть 100%.

По 4 вопросу анкетированные лица «научной среды» убеждены, что операции РЕПО могут быть интересны лишь узкому кругу участников, в то время, как профессиональные участники испытывают потребность в данном продукте, отмечая, что испытывают некоторые трудности при совершении данных операций.

Респонденты из «научной» фокус группы отдают предпочтение (75% опрошенных) технологии центрального контрагента ММВБ, в то время как мнение проф. участников разделилось поровну. Следует отметить, что большинство участников опроса затруднилось с ответом на данный вопрос (получено 6 ответов).

Отсутствие центрального депозитария препятствует формированию международного финансового центра в России по мнению 35%

анкетированных, несоответствие систем клиринга и расчетов международным образцам – согласно мнению 28,57%. 14,29% опрошенных считают, что система требований относительно размера и порядка предварительного депонирования средств также является препятствием в достижении вышеуказанной цели, 21,43% отмечают, что таковым является и узкий ассортимент торгуемых инструментов.

В целом стоит отметить, что в анкетировании участвовало недостаточное число респондентов и, кроме того, число участников «научной» фокус группы значительно превосходило количество участников фокус группы профессиональных участников рынка. Вследствие этого, результаты анкетирования не могут быть оценены как достаточно достоверные. Для проверки приведенных результатов маркетингового исследования необходимо проведение более масштабного анкетирования, с качественной выборкой и равным количеством участников фокус групп.

Выполняя оценку инструментов биржевого рынка ММВБ на предмет соответствия потребностям участников биржи, мы на основе информации из открытых источников анализировали основные показатели, характеризующие деятельность ММВБ в разрезе рынков/ клиентов/ продуктов. В результате такого анализа будут выявлены т.н. «проблемные точки».

Свои рассуждения строим из предположения о том, что если на каком-либо рынке /продукте наблюдается отрицательная динамика прироста, то это может косвенным образом свидетельствовать о том, что в этой «проблемной точке» участники биржи не удовлетворены существующими продуктами/ технологиями, что и привело к оттоку участников, снижению оборотов, перераспределению активности участников и ликвидности в пользу конкурентов. Заметим, что мы не рассматриваем неудовлетворенность участников биржи предлагаемыми инструментами как единственный и основной фактор отрицательной динамики рынка и изменения показателей. Но за неимением прямых данных (например, соответствующего анкетирования участников биржи), мы используем метод косвенных предположений.

Таким образом, можно предполагать, что в сегменте фондового и срочного рынка может присутствовать некая неудовлетворенность участников биржевыми продуктами ММВБ.

Участники финансовых рынков. Далее считаем необходимым проанализировать динамику участников торгов. Делаем это из предположения о том, что отрицательная динамика числа участников торгов так же может быть связана, в том числе, и с неудовлетворенностью участников инструментами, представленными на тех или иных рынках и с возможно более лучшими условиями по инструментам, которые предложили конкуренты ММВБ.

Число профучастников, работающих на рынках Группы ММВБ, на конец 2009 года составило 1 043 организации: 695 — кредитных и 348 — некредитных (с исключением перекрестного участия) (Прил. 9).

Данные подтверждают наше ранее сделанное предположение о том, что фондовый и срочный рынок являются «проблемными точками». Наблюдается отрицательная динамика числа профучастников в указанных сегментах.

Далее продолжим анализ фондового рынка в разрезе торгов и типов инструментов (Прил.9)

Общий объем торгов на Фондовой бирже ММВБ в 2009 году снизился на 15,9 %, составив 40,7 трлн. руб. В разрезе типа торгов отрицательная динамика наблюдается в РЕПО на фондовом рынке (минус 9866,2 млрд.руб. или 0,62 раза). В разрезе торгуемых инструментов понижательную динамику демонстрируют акции (режим РЕПО), облигации (режим РЕПО и вторичные торги), а так же паи ПИФов.

### **Срочный рынок**

Финансовый кризис негативно отразился на оборотах срочного рынка Группы ММВБ. По итогам 2009 года оборот в денежном выражении снизился на 80,1 % и составил 660,2 млрд. руб. Объем торгов в контрактах снизился на 85,5 % и составил 19,2 млн. контрактов, объем открытых позиций снизился на 63,1 % и составил 56,03 млрд. руб. Снижение оборотов рынка было связано в основном с сокращением валютного сегмента. Оборот валютных фьючерсов

сократился по сравнению с 2008 годом на 81,7 % и составил 597,8 млрд. руб. (Прил.9)

Вышеприведенный анализ и ранее сделанные допущения позволяют нам констатировать, что **возможное несоответствие инструментов биржевого рынка ММВБ потребностям участников биржи лежит в трех плоскостях:**

**1) вторичные торги акциями.** Полагаем, часть ликвидности перераспределилась в пользу рынка РТС Standard, который начал свою работу в апреле 2009г. на принципах частичного депонирования активов, DVP, при условии наличия ЦК и модели расчетов T+4.

Кроме того, предполагаем, что некоторое перераспределение ликвидности со спот рынка ММВБ произошло в пользу срочного рынка РТС, в частности, мы связываем это предположение с введением в действие законодательных новаций, разрешающих управляющим компаниям ПИФов и НПФов использовать инструменты срочного рынка.

Относительно общерыночных проблем, участники отмечают отсутствие широкого круга инструментов для инвестирования - значительная доля российских ценных бумаг, около 70%, приходится на акции всего 10 компаний, при этом 60% в общей капитализации российских эмитентов занимают компании сектора добычи и переработки нефти и газа. Поведение рынка акций и отношение к нему инвесторов полностью зависят от динамики цен на сырье.

## **2) рынок сделок РЕПО.**

Рынок РЕПО развивался неравномерно: объем операций с акциями и корпоративными облигациями снижался, по другим инструментам — рос. Объем прямого РЕПО с Банком России вырос на 24 % до 25,3 млрд руб. Доля операций рефинансирования коммерческих банков в Банке России в общем объеме денежного рынка составила 26,2 %, это на 0,4 п.п. меньше, чем в 2008 г. На операции между участниками рынка пришлось 73,8 % операций денежного рынка.

Основная причина кризиса на рынке РЕПО нам видится в отсутствии центрального контрагента и адекватной оценки рисков, прежде всего

связанных с наличием ликвидности на те активы, которые брались в залог. Кроме того, договорные отношения между участниками рынка РЕПО были слабыми. Была биржа, которая делала клиринг, через нее участники договаривались о цене и параметрах сделок, но игроки оставались наедине друг с другом, решая проблемы реквалификации этих сделок или судебных споров по условиям, цене бумаг и их дальнейшей перепродаже. К тому же, рынок РЕПО был механизмом не только рефинансирования, но и в значительной степени спекуляции. Надо сказать, что в настоящее время российский рынок РЕПО является уникальным сегментом финансовой системы, который никто не регулирует — ни ЦБ РФ, ни ФСФР. Это саморегулируемый рынок, риски которого должны оценивать сами участники.

Несмотря на "расшивку" неисполненных обязательств, биржевой рынок операций РЕПО продолжает сжиматься. Во многом это связано как с сохраняющимся недоверием (риском контрагента), так и с появлением альтернативных источников ликвидности в виде беззалоговых кредитов Банка России и активизацией операций прямого РЕПО с Банком России. Однако эти источники ликвидности доступны лишь банкам и находятся вне фондового рынка.

Существенным шагом в развитии биржевого рынка РЕПО может стать введение центрального контрагента по этим сделкам.

### **3) срочный рынок**

Адаптируя параметры срочного рынка, на наш взгляд, ММВБ следует ориентироваться на следующие клиентские группы:

Физические лица:

- торгуют на спот-рынке ММВБ (имеют/не имеют опыт работы на срочном рынке)
- торгуют на спот-рынке ММВБ и срочном рынке ФОРТС
- имеют мало опыта, делают первые шаги на рынке вообще

Юридические лица:

– Профессиональные участники РЦБ (фин. компании, управляющие компании, банки и т.д.)

При этом отметим, что ММВБ, являясь безусловным лидером на спот-рынке, располагает потенциально крупнейшей базой клиентов для срочного рынка. В качестве конкурентных преимуществ срочного рынка ММВБ мы выделяем:

– обслуживается крупнейшим депозитарием НДЦ (при поставке не нужно переводить бумаги/деньги в ДКК<sup>152</sup>)

– индекс ММВБ – основной индекс российского рынка (более 90% биржевого оборота по акциям)

– совершенная система маржирования SPAN (календарные спрэды, потенциально межпродуктовые спрэды)

– наиболее высокотехнологичный транспорт к ядру биржи (интересует разработчиков роботов)

– более низкая комиссия, чем на других срочных рынках

Предложения по повышению привлекательности срочного рынка:

– введение единого клиринга и единой денежной позиции со спот-рынком

– введение рынка опционов на фьючерсы – поможет привлечь существенное количество клиентов на рынок базового актива

– сужение спрэдов маркет-мейкеров в 1,5 раза на основных инструментах

– снижение размера депозитной маржи до уровня FORTS

– возможно, введение мини-фьючерса на Индекс ММВБ (аналог S&P 500 E-mini)

– расширение линейки инструментов по single-stock фьючерсам хотя бы до состава индекса ММВБ10.

Обращаем внимание, что с принятием приказа ФСФР России «Об

---

<sup>152</sup> Перевод 100000 акций Газпрома из НДЦ в ДКК стоит около 3000 руб.

утверждении Положения о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов, инвестированием средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, а также об утверждении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам» у **профессиональных участников рынка значительно вырос интерес к инструментам срочного рынка** в связи с появлением новых возможностей использования фьючерсных, опционных контрактов, а также сделок репо. С февраля 2010 года управляющие компании получили возможность заключать срочные сделки и совершать операции репо в отношении активов закрытых ПИФов. Использовать новые инструменты при инвестировании средств открытых и интервальных фондов, а также средств пенсионных резервов можно будет с 1 июля. Для пенсионных накоплений и средств военной ипотеки это станет возможным с 1 января 2012 года.

Решая вопрос об определении общей модели инфраструктуры финансового рынка, мы отталкивались от ключевой проблемы – ММВБ теряет долю рынка. Каковы причины?

Анализ, позволяет констатировать нам, что потеря позиций происходит по трем направлениям: вторичный рынок акций, сегмент РЕПО и срочный рынок.

Указанные проблемы не носят системного характера. Так, вполне возможно, что часть клиентов «перетекла» на RTS Standard по причине имеющихся там частичного преддепонирования активов, модели расчетов T+4 с DVP и наличия ЦК. По имеющимся у нас данным доля ММВБ в секторе спот-акций сократилась с 99% до 80%. Однако, по нашему мнению, это снижение доли рынка связано, скорее всего, с уходом не столько частных инвесторов, сколько дилеров и управляющих компаний. Поэтому говорить о серьезных потерях доля рынка в результате нововведений на РТС мы не считаем корректным. Если ММВБ «сыграет» тарифами, введет ЦК с частичным

преддепонированием активов и модель расчетов  $T+n$ , изменит время начала/окончания торгов, то можно говорить, что конкурентное преимущество у РТС будет отыграно. Что касается отставания в вопросах развития срочного рынка от основного конкурента РТС FORTS, то здесь конечный расклад во многом зависит от фактора времени (срочный рынок ММВБ очень молод по сравнению с конкурентом FORTS) и наличия эффективного менеджмента.

По нашему глубочайшему убеждению ММВБ следует опасаться иных угроз, а в частности конкуренции с зарубежными торговыми площадками развитых стран. Особенно это актуально в свете потенциального формирования в России МФЦ. Последний может быть создан в РФ только при условии наличия в стране развитого и конкурентоспособного финансового рынка, отвечающего требованиям западных участников. В настоящее время ни ФБ ММВБ, ни ФБ РТС этим требованиям не соответствуют.

Традиционно на российском рынке ФБ ММВБ лидирует на спот рынке как в отношении обыкновенных акций, так и в отношении продуктов с фиксированным доходом, в то время как ФБ РТС контролирует рынок деривативов. ММВБ не собирается уступать рынок государственных долговых обязательств и спот рынок акций. В свою очередь РТС не собирается уступать ММВБ свою франшизу деривативов. Конкурентное позиционирование заведет дело в тупик. В этой связи для того, чтобы выстоять перед лицом конкуренции со стороны западных биржевых рынков, встает вопрос об объединении имеющихся у ММВБ и РТС конкурентных преимуществ через консолидации двух основных российских биржевых площадок на той или иной основе, параллельно с трансформацией соответствующей биржевой инфраструктуры.

С целью объединения всех доводов приведены все аргументы за и против по вопросу конкуренции/ или консолидации отечественных бирж (Приложение 11).

Очевидно, модель конкурирующих бирж не принесет российскому рынку особой пользы. Обращаясь к зарубежному опыту, отметим, что давнее противостояние между конкуренцией и консолидацией в настоящее время все



больше склоняется в пользу консолидации. Основной довод в пользу конкуренции заключается в том, что она приводит к конкурентным ценам и эффективной работе организаций. Это положение верно для ситуации, когда потребитель может выбирать услугу. Биржевая же инфраструктура, напротив, зависит от другой экономической модели, в которой самым действенным механизмом достижения снижения затрат является эффект масштаба. Противники этой точки зрения возразят, что существует же пример конкурирующих инфраструктур - международного депозитарно-клирингового центра Euroclear и международной депозитарно-клиринговой системы Clearstream. Однако, есть мнение, что в данном случае мы имеем дело с видимостью олигополии, для которой характерно наличие не настоящей конкуренции, а лишь только её имитация. Многие на рынке предпочли бы слияние двух вышеуказанных компаний в целях снижения операционных затрат. Данные компании имеют огромное количество дублирующих расходов, хотя это сходство постепенно сходит на нет в связи с различием в стратегиях развития компаний.

Таким образом, ФБ ММВБ необходимо конкурировать не на внутреннем рынке, а на международной арене. Эффективная же конкуренция на международном уровне невозможна при наличии в стране двух конкурирующих групп – какую из них выбрать в качестве глобального партнера? России необходимо консолидировать свою собственную инфраструктуру и лишь затем проводить переговоры на международной арене, имея сильные переговорные позиции; в противном случае потенциальные партнеры могут начать действовать по принципу: «разделяй и властвуй». Позиционная война между NYSE и NASDAQ не идет на пользу США, поскольку она лишь способствует росту цены бирж и ослабляет позиции NASDAQ, которая не в состоянии вести ценовую войну и поэтому вынуждена обращаться за помощью на Ближний Восток.

В пользу консолидации говорят не только экономические аргументы, но и технические. Проведение торгов по акциям на спот-рынке ФБ ММВБ и

проведение торгов базирующимися на указанных акциях производных финансовых инструментах на РТС бессмысленно с технической точки зрения, поскольку участники торгов вынуждены стараться проводить свои операции на двух площадках одновременно. Более разумным решением, очевидно, является внедрение единой платформы, где участники торгов могли бы размещать комбинированные заказы на инструменты спот-рынка и деривативы. Работа с двумя входящими каналами (или экранами) для заказов по спот-рынку и по рынку деривативов является неприемлемым вариантом.

Поддержание объективных цен на рынке деривативов зависит от возможности доступа к спот-рынку в режиме реального времени. Ликвидность биржи будет строиться на предложении привлекательных цен на биржевые продукты, сочетая позиции по спот-рынку и по рынку деривативов. Подобная стратегия позволяет добиться ликвидности с различными опционными инструментами, но подобная схема невозможна, если продукты разделены между двумя конкурирующими биржами. В свое время Лондону не удалось добиться слияния Лондонской Международной биржей финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE) с Лондонской Фондовой Биржей (что было бы наилучшим решением) исключительно по причинам личного характера. Впоследствии Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов была продана и слилась с Euronext.

При проведении консолидации Россия должна учитывать мировые тенденции с тем, чтобы строить свою инфраструктуру и снабжать ее защитными средствами с оглядкой на мировой опыт и в итоге получить систему, без проблем вписывающуюся в мировое сообщество. Когда зайдет речь о выходе страны на международный уровень, это обстоятельство будет большим преимуществом. На деле это означает принятие общемировых стандартов – любое слияние с крупной международной компанией будет затруднительным при наличии в России своих собственных стандартов, которые потребуют адаптации. Это весьма дорогостоящий процесс, который существенно снижает ценность сотрудничества с российскими партнерами для

иностранных компаний.

Значимыми для России являются следующие два основных положения:

Во-первых, если российские биржи собираются конкурировать на мировом рынке, они должны предложить технологию, которая характеризуется низким временем ожидания реакции системы. Решение в пользу двух платформ более дорогое и накладывает дополнительные расходы на рынок.

Во-вторых, сама по себе технология не достаточна, России необходимо привлекать иностранных инвесторов, которые способны участвовать в торгах в удаленном режиме, поэтому этим инвесторам потребуется больше, чем просто технология. Они должны быть спокойны в плане правового обоснования и нормативного регулирования и должны быть уверены в том, что они могут при желании спокойно вывести свои средства. Найдутся желающие проводить операции на месте (во избежание временных задержек, связанных с передачей информации по сети), но первоначально основные средства будут почти наверняка поступать из-за рубежа. (75% оборота в Норвегии поступают из-за рубежа). Мы не описываем потребности частных инвесторов в России, в то время как эта сфера может быть значительным источником ликвидности. Тем не менее, перед тем, как предпринимать серьезные попытки по привлечению частных инвесторов, необходимо внедрение устойчивой инфраструктуры, связанной с посредниками и регулятором.

В отношении компонентов инфраструктуры – биржи, ССР и ЦД, существует определенное количество возможных перестановок и комбинаций, как показано на рисунке 11:

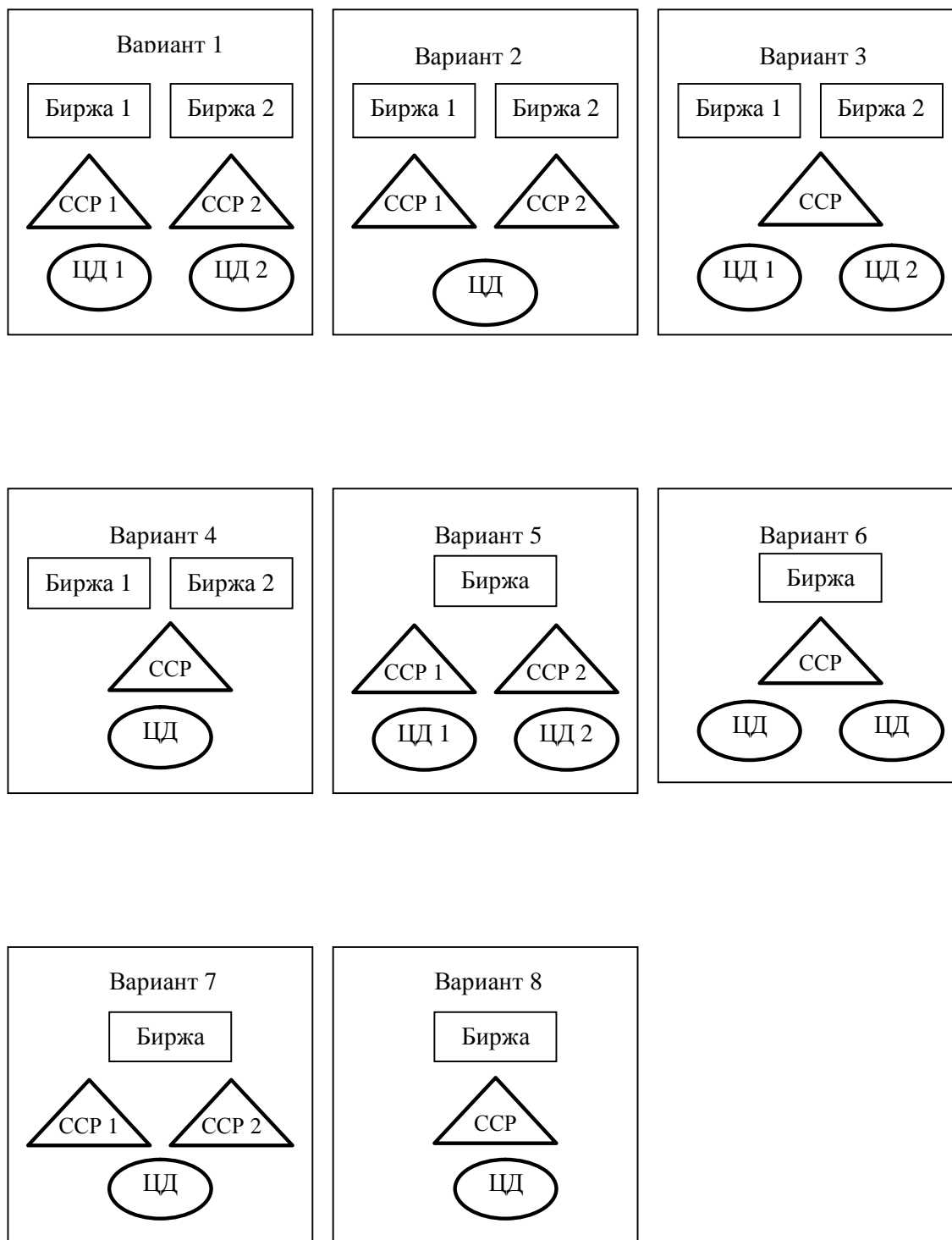


Рисунок 11. Возможные перестановки и комбинации компонентов инфраструктуры – биржи, ССР и ЦД.

Все эти схемы содержат ССР. Варианты перестановок без ССР здесь не рассматриваются, поскольку цель - ввести ССР.

Сценарий 1 представляет текущее состояние при полном использовании

ССР. Сценарий 8 представляет наиболее эффективную комбинацию и предполагает несколько возможных вариантов развития, в зависимости от того, где начинается консолидация:

#### Консолидация бирж

1	5	6	8
1	5	7	8

#### Консолидация ССР

1	3	6	8
1	3	4	8

#### Консолидация ЦД

1	2	4	8
1	2	4	8

Оценивая приемлемость возможных вариантов на применимость к российской биржевой действительности, отметим, что интеграция организаторов торговли пока что не представляется возможной. Это обусловлено рядом объективных причин:

1. Разные акционеры с различными специализацией и статусом.

Структура акционеров ЗАО ММВБ представлена крупнейшими банками а также Банком России (29.8%): ЗАО «ЮниКредит Банк» (12,7%), ГК «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк) (11,8%), Банк ВТБ (ОАО) (7,6%), Сбербанк РФ (ОАО) (7,5%), АКБ «Росбанк» (ОАО) (4,9%), АКБ «ЦентроКредит» (ЗАО) (4,2%), Международный банк экономического сотрудничества (3,4%), ОАО «Промышленный коммерческий Автовазбанк» (3,4%), ОАО «Банк «Санкт –Петербург» (3,4%), Газпромбанк (ОАО) (3,4%), АКБ «Банк Москвы» (ОАО) (0,17%) и др.

Состав акционеров РТС (ОАО РТС) представлен профессиональными участниками рынка ценных бумаг: ООО «Атон» (9,4%), ООО «Ренессанс Брокер» (7,9%), ЗАО «Ситибанк» (5,4%), ЗАО «Тройка Диалог» (9,6%), ОАО «Альфа Банк» (9,2%), ЗАО «Дойче Секьюритиз» (8,6%), ИНГ Банк (Евразия) (ЗАО) (11%) и др.

2. Каждый биржевой холдинг ориентирован на различные рынки, различные инструменты и различные круги участников.

ММВБ обладает наиболее сильными позициями в секторах торговли государственными ценными бумагами и иностранной валютой. Этот фактор определяет и круг участников торгов – это прежде всего банки. ММВБ также имеет развитый фондовый рынок (режим «Т0» с полным обеспечением) который стал основным местом торговли многочисленных клиентов интернет – брокеров. На этом рынке торгуют тысячи мелких и средних участников, которые, естественно, не знают друг друга и нуждаются в гарантированном обеспечении расчетов по сделкам со стороны ММВБ (которое и обеспечивает режим «Т0» с полным обеспечением).

РТС создан ведущими профессиональными участниками рынка ценных бумаг, которые и являются основными его участниками. Основными рынками РТС являются срочный рынок и фондовый рынок, которые тесно интегрированы друг с другом. Модель фондового рынка РТС очень сильно отличается от модели фондового рынка ММВБ (основная доля рынка приходится на сделки без обеспечения и сделки с частичным обеспечением). Основной оборот на рынках РТС формируют крупные проф. участники, совершая как собственные (дилерские) операции так и операции по поручениям своих клиентов. На рынке РТС совершают большинство своих операции западные участники (через своих дочек или посредством российских брокеров).

### 3. Разное участие регуляторов

Часть компаний Группы ММВБ (ЗАО ММВБ, ФБ ММВБ и НДЦ) подпадает под регуляторный контроль ФСФР. Но ключевым акционером и регулятором деятельности Группы ММВБ исторически является Банк России. Банк России так же является по сути «market maker» ряда рынков группы (валютный рынок, рынок гос. бумаг), По этим причинам ЦБ РФ играет наиболее значимую роль в деятельности Группы ММВБ.

В составе акционеров РТС государственных органов нет. Компании Группы РТС, как проф. участники РЦБ (за исключением Расчетной палаты

РТС), подотчетны ФСФР.

Закономерно возникает вопрос - а надо ли интегрировать именно сами биржи? Тем более, что это по объективным причинам очень не просто. На самом деле с точки зрения участника торгов каждый сектор рынка – это отдельный «desk», отражаемый на торговом терминале отдельной группой «стаканов» и набором прочей сопутствующей информации. Каждый такой desk имеет свои специфические правила работы, причем такая специфика в первую очередь связана с особенностями торгуемых инструментов и пожеланиями самих участников, и лишь незначительно – с особенностями юридических лиц – организаторов торговли. Поэтому участнику торгов по большому счету все равно, в рамках одного юр. лица функционируют эти desks, 2-х лиц (в нашем случае – ММВБ и РТС) или даже нескольких (каждое из которых отвечает за свой сектор). Для участника важно иметь возможность выбрать те сектора, на которых ему наиболее удобно и интересно заключать сделки, а также – иметь возможность рассчитывать по всем заключенным сделкам по единым принципам, а в идеале – с использованием одного набора торговых счетов и клиринговых позиций.

Поэтому объединение самих торговых площадок (даже если такое и произойдет несмотря на очень значительные трудности и затраты) практически ничего на российском финансовом рынке не изменит. Если взять те же ММВБ и РТС, то каждая из площадок поддерживает свой специфический набор торговых секторов по различным инструментам, которые фактически также продолжают свою жизнь и после юридического слияния самих бирж. Это относится и к фондовым секторам на указанных биржах, которые организованы настолько по-разному, что закрытие любого из них приведет к крайне серьезным проблемам на рынке, а их технологическая интеграция просто не осуществима (поскольку они организованы на базе совершенно различных программно-технических платформ). В лучшем случае, это будет уже третий, заново созданный сектор фондового рынка.

В то же время, поставленные задачи действительно актуальны для

развития финансового рынка, и, с нашей точки зрения, вполне разрешимы. Но для этого требуется не объединение торговых площадок (бирж), а создание единой системы, основными функциями которой являются:

- Обеспечение исполнения обязательств по заключенным сделкам.
- Контроль обеспеченности сделок по всем секторам финансового рынка.
- Исполнение функций центрального контрагента как минимум по сделкам с полным и частичным обеспечением.
- Определение обязательств по каждому торгуемому инструменту (валюте, ценной бумаге, производному финансовому инструменту) по всем секторам финансового рынка.
- Проведение зачета встречных однородных обязательств по всем секторам финансового рынка.
- Организация расчетов по всем инструментам, торгуемым на всех секторах финансового рынка.

Нетрудно заметить, что все перечисленное является функционалом клиринговой организации. Из чего нетрудно сделать вывод, что объединять на самом деле нужно не сами биржи (или, тем более - холдинги), а клиринговые организации, обеспечивающие определение обязательств по сделкам и расчеты по ним.

Именно такая интеграция позволит значительно повысить надежность и эффективность финансового рынка за счет:

- Обеспечения участникам возможности использования единых счетов и позиций для заключения сделок на различных секторах рынка, возможности выделять (или не выделять, а работать на основе одной корзины обеспечения) лимиты по таким позициям для работы на разных секторах рынка, а также осуществлять зачеты по обязательствам / требованиям по сделкам на разных секторах рынка.



– Объединения (повышения капитализации) именно тех организаций, которые отвечают за исполнение обязательств по сделкам и принимают на себя соответствующие риски.

– Снижения транзакционных издержек участников торгов за счет использования одних и тех же счетов и позиций, унификации операционного взаимодействия в процессе клиринга и расчетов по обязательствам, а также – за счет формирования единых обязательств / требований по всем секторам финансового рынка с применением неттинга.

– Возможности использования различных торговых стратегий за счет увеличения количества торгуемых инструментов, клиринг и расчеты по которым осуществляются по единым принципам через одни и те же торговые счета.

Что касается практического аспекта, то осуществить объединение клиринговых организаций значительно проще. В частности, и ЗАО КЦ РТС, и у ЗАО АКБ НКЦ есть один хозяин – головная компания холдинга (в то время, как у самих холдингов хозяев (акционеров) много, и они значительно различаются организационными формами, видами деятельности и статусами). Внутри же каждого холдинга клиринг осуществляется (или будет осуществляться в ближайшее время) одной клиринговой организацией.

С технологической точки зрения объединение клиринговых организаций также значительно проще, чем объединение самих торговых площадок, поскольку:

– Состав и свойства обязательств по сделкам достаточно стандартны (по сути характеризуются только видом актива и сроком исполнения) и мало зависят от многообразия условий самих сделок.

– Все сделки заключаются на основе использования определенного размера торгового лимита. Размер требуемого лимита рассчитывается исходя из объема сделки по установленной формуле. Обязательства по сделкам рассчитываются исходя из их объемов и сроков исполнения. Прочие

особенности сделок или бирж, на которой она заключается, фактически не влияют расчет объемов обязательств и размеров необходимых лимитов.

– Торговый лимит, а также прочие используемые лимиты, рассчитываются по установленным клиринговой организацией критериям и также не зависят от многообразия сделок, для заключения которых они используются.

Таким образом, объединение клиринга является значительно более простой задачей, чем объединение бирж, и позволит существенно повысить надежность и эффективность российского финансового рынка. Сформированный по предложенным принципам Объединенный клиринговый центр станет надежной базой для построения в Москве Международного финансового центра.

Следует вести речь о разумном разделении сфер деятельности этих бирж с формированием параллельно единого ССР и центрального депозитария (вариант № 3). В рамках торговой площадки ММВБ остается спот-рынок акций и рынок инструментов с фиксированной доходностью, тогда как на площадке РТС целесообразно сосредоточить рынок деривативов и внебиржевой рынок, включая свопы с фиксированной доходностью и дефолтные инструменты.

При такой специализации отпадает необходимость в двух (или более) ЦД. На рынке обыкновенных акций больше не будет никакой специализации, и не будет необходимости в конкурирующих ЦД. В ситуации свободного рынка одна биржа купит оба ЦД и проведет их консолидацию во избежание удвоенных операционных затрат. Возможно, придется принимать непростые решения относительно того, какой из ЦД был лучшим из двух, и, следовательно, вокруг какого из них следует проводить консолидацию. Это проблема руководства и решаться она должна управляющими ЦД. Учитывая то, что ЦД выступает в качестве механизма минимизации риска, он не должен вступать в ценовую войну с конкурирующим ЦД. Снижение профиля риска/уровня затрат достигается путем консолидации, а не конкуренции.

В среднесрочной перспективе (5-7 лет, не ранее) в принципе можно вести

речь о консолидации бирж. Подобный сценарий развития событий мы допускаем на основании наличия соответствующего опыта со стороны ведущих биржевых площадок мира. К факторам консолидации относятся также необходимость в диверсификации источников получения прибыли и изменения в деловой среде, связанные с ускорением процессов глобализации. Как показывает опыт, консолидация бирж может принимать различные формы. В первую очередь это слияние двух или нескольких бирж с целью достижения эффекта экономии на масштабе за счет создания единых технологических платформ для торговли ценными бумагами. Консолидация может осуществляться в форме использования "единого листа", когда компании, котирующиеся на одной бирже, включаются в лист другой биржи. В целом можно утверждать, что консолидация бирж позволяет значительно снизить издержки биржевых сделок за счет экономии, связанной с сокращением персонала и ускорением обработки и передачи информации с использованием новейших технологий, привлечь дополнительных инвесторов, облегчить европейским компаниям финансирование их деятельности, ускорить осуществление сделок, повысить уровень ликвидности и т. д. В то же время повышение уровня концентрации на биржевом рынке способно усилить тенденцию к его монополизации, что может привести к таким негативным явлениям, как ослабление конкуренции, повышение издержек и сужение возможностей для инвесторов, что; в свою очередь, создаст трудности с ликвидностью. Задача состоит в том, чтобы найти баланс между консолидацией бирж и поддержанием необходимого уровня конкуренции между ними.

Продолжая далее дискутировать относительно реорганизации биржевой инфраструктуры, отметим, что в среде с одной биржей и одним ЦД нет места для двух ССР. Деривативы, торгуемые на бирже, должны проходить через ССР, в то время как для операций за наличный расчет этот путь опционален. Продукты с фиксированным доходом для иностранных инвесторов, скорее всего, будут рассчитываться через международные центральные депозитарии Euroclear и Clearstream – глобальный бизнес с высокой концентрацией

ликвидности и обеспечения. Отечественный бизнес с фиксированным доходом может проводить расчетные операции в российском ЦД, так как требования об отдельном ЦД для этого не существует. При использовании ССР для операций с фиксированным доходом имеет смысл использовать отечественного ССР с взаимосвязью с международными центральными депозитариями. Альтернативой будет маршрутизация этих сделок с биржи продуктов с фиксированным доходом на консолидирующий ССР, например, клиринговую палату LCH.Clearnet. Нет необходимости в создании отдельного ССР для бизнеса с фиксированным доходом. Если ССР используется для операций с внебиржевыми деривативами, то это может быть клиринговая палата LCH.Clearnet или, возможно, международный депозитарно-клиринговый центр Euroclear, если он построит свою платформу DerivManager. Функциональность поддержки ССР внебиржевых деривативов является комплексной и оптимальным решением будет связь с существующим ССР, а не дублирование функциональности.

Таким образом, реструктуризация должна начинаться с создания единого ССР.

Институт центрального контрагента по сделкам (Central Counterparty, ССР) успешно используется всеми ведущими фондовыми биржами мира. К этому есть две основные причины: во-первых, этот институт обеспечивает анонимность расчетов, а во-вторых, позволяет построить юридически безупречную систему централизованного клиринга.

Обычно технологии торгов без централизованного клиринга применяют для менее ликвидных ценных бумаг или специфических сегментов, например для торговли иностранными ценными бумагами. При этом выход на рынок без центрального контрагента может быть существенно затруднен для участников, исповедующих политику "знай своего клиента" (Know Your Customer, KYC) и процедуры по борьбе с отмыванием незаконных доходов (Anti-Money Laundering, AML). На рынках, не использующих центрального контрагента, сделки заключаются непосредственно между участниками торгов, а значит,

каждый участник торгов должен быть готов заключить сделки с любым другим участником. При большом числе участников предварительная проверка всех контрагентов практически невозможна, поэтому такие рынки или создаются для узкого круга участников, или в них допускаются только участники, проверенные регулятором, который и ввел требования КУС/АМК.

Несмотря на свою относительную молодость российский финансовый рынок уже давно освоил технологию торгов с центральным контрагентом на срочном рынке. На срочной бирже необходимость использования клиринговой организации в качестве стороны по всем заключаемым сделкам следует как минимум из природы торгуемых инструментов. Так, например, для FORTS, лидера российского срочного рынка, такой центральной стороной по сделкам уже много лет является ЗАО "Клиринговый центр РТС". На рынке акций система торгов с участием центрального контрагента реализована на РТС - Стандарт, при этом действует принцип частичного преддепонирования активов и расчетами в режиме T+4. Расчет обязательств осуществляется на нетто-основе.

По оценкам участников рынка технология неттинга существенно облегчила работу бэк-офисов участников и позволила брокерам предлагать своим клиентам более выгодные условия обслуживания на рынке российских акций. Важным следствием введения неттинга стало создание конкурентных преимуществ для брокеров, предоставляющих прямой доступ к данному режиму торгов РТС своим клиентам, как резидентам, так и нерезидентам с помощью систем интернет-трейдинга. Центральный контрагент решает проблему взаимных лимитов. Отсутствие 100% предварительного депонирования и неттинг в расчетах в день поставки позволяют наиболее гибко управлять активами; Поставка против платежа (DVP) исключает кредитный риск при расчете сделок; Использование двойного встречного аукциона позволяет подключать системы Интернет-трейдинга или Прямого доступа (DMA), а также Автоматические торговые системы; Анонимность заявок позволяет использовать цены сделок для расчета рыночной цены и

признаваемой котировки.

Далее прокомментируем пошагово необходимые изменения в биржевой инфраструктуре ММВБ:

**1.** введение единой технологии торгов с центральным контрагентом по сделке" (Central Counterparty). Расчет обязательств осуществляется на нетто основе. Это приведет снижению общих затрат участников рынка при проведении операций, позволило упростить расчеты по сделкам и повысить эффективность работы в целом. Кроме того, технология неттинга существенно облегчит работу бэк-офисов участников и позволит брокерам предлагать своим клиентам более выгодные условия обслуживания на рынке российских акций.

**2.** говоря о предпочтительной модели расчетов в рамках новой биржевой инфраструктуры, нам видится наиболее целесообразной модель T+4, которая представляет собой модель, которая предусматривает расчет на основе DVP (поставки против платежа), особенно после введения в действие системы RTGS. Расчет с помощью механизмов, которые могут быть предложены рынку Центральным Банком, практически устраняется риск контрагента при осуществлении платежей, поэтому данный вариант пользуется популярностью среди международных инвесторов. Формула T+4 является вполне приемлемой для иностранных инвесторов, она позволяет достичь баланса между минимизацией риска, которому подвержен контрагент и минимизацией требований по ликвидности. Нет смысла внедрять CCP для спот-рынков, если расчет на таких рынках происходит на основе, которая меньшей основы T+2, поскольку у Центрального контрагента не будет времени, чтобы войти в цепочку создания стоимости.

**3.** отказ от 100% предварительного депонирования активов при заключении биржевых сделок (размер предварительного депонирования в 20-25% считаем оптимальным). Следует внедрять систему необеспеченных лимитов.

1. введение 100% обеспечения по ценным бумагам, против неполного обеспечения по деньгам. Требование 100%-го обеспечения по бумагам снижает возможность т.н. «коротких продаж».

2. возможность частичного депонирования ценных бумаг допускаем только при условии наличия ASL (automated securities lending), т.е. автоматического предоставления участникам клиринговых расчетов во временное и платное пользование недостающего для завершения расчетов количества ценных бумаг. «Автоматизм» выражается в том, что все действия по оформлению и исполнению расчетных кредитов должны выполняться инфраструктурными организациями без непосредственного участия кредиторов и заемщиков на основе заранее согласованных алгоритмов.

Кредитование ценными бумагами в модели ASL производится в форме одновременного заключения и исполнения двух однодневных (overnight) сделок РЕПО. По первому договору РЕПО кредитный актив передается от кредитора заемщику. По второму договору РЕПО ценные бумаги обеспечения передаются кредитору. "Обеспечением" кредитов ASL выступают ценные бумаги нуждающихся в кредите участников клиринговых расчетов (заемщиков), входящие в согласованный список обеспечительных ценных бумаг. Потенциальными кредиторами ASL выступают депоненты НДЦ (а также клиенты депонентов НДЦ), заключившие договор об участии в ASL. Кредитными ресурсами ASL являются свободные остатки ценных бумаг на счетах депо кредиторов ASL в НДЦ, которых кредиторы ASL разрешили использовать в качестве кредитных ресурсов. Денежные условия заключаемых в процессе ASL сделок РЕПО рассчитываются таким образом, чтобы при исполнении первых частей РЕПО денежные обязательства сторон полностью неттировались, а при исполнении вторых частей РЕПО нетто-денежные обязательства заемщика равнялись плате за кредит.

Кредитными активами и активами обеспечения сделок ASL могут выступать любые ценные бумаги, торгуемые на Фондовой бирже ММВБ. Сделки РЕПО в процессе ASL заключаются на специализированной торговой

сессии ФБ ММВБ против центрального контрагента Группы ММВБ (НКЦ). Таким образом, одна сделка ASL юридически оформляется четырьмя сделками РЕПО (две сделки РЕПО между заемщиком и центральным контрагентом и две сделки РЕПО между кредитором и центральным контрагентом).

В случае недостатка у кредитора или заемщика ценных бумаг, необходимых для исполнения вторых частей сделок ASL, но при достаточности у них соответствующих ресурсов обеспечения, в рассматриваемой модели ASL предусмотрена возможность оперативного перекредитования (заключения новых кредитов ASL). Недостаток ценных бумаг для исполнения вторых частей сделок РЕПО выявляется в процессе клиринга обязательств участников расчетов. В данном сеансе клиринга участвуют обязательства по заключенным биржевым сделкам текущего дня и обязательства по вторым частям сделок ASL, заключенных в предыдущий торговый день. Информация о проблемных позициях участников клиринга передается клиринговой организацией администратору ASL для расчета новых кредитов ASL в соответствии со стандартной процедурой получения кредитов ASL.

Неисполнение второй части сделки ASL в случае недостатка ценных бумаг у участника может происходить либо при нехватке ресурсов обеспечения, необходимых для заключения нового кредита ASL (например, в результате изменения рыночных цен на кредитные ресурсы и ресурсы обеспечения), либо при физическом недостатке кредитного ресурса в системе ASL (из-за ограниченного количества кредитного актива, задепонированного в НДЦ на разделах счетов депо со статусом "доступные для ASL").

В случае неисполнения обязательств по возврату кредита ASL в результате обесценения ресурсов обеспечения на сумму дефицита ресурсов обеспечения заключается дополнительная стандартная сделка ASL между кредитором и центральным контрагентом. При этом "ресурсами обеспечения" центрального контрагента выступают его резервные и гарантийные фонды. На следующий день центральный контрагент приобретает на открытом рынке за счет своих гарантийных или резервных фондов кредитный актив в количестве,



необходимом для исполнения своих обязательств по второй части дополнительной сделки ASL. Урегулирование взаимоотношений между центральным контрагентом и участником ASL, допустившим дефолт из-за дефицита ресурсов обеспечения, производится в соответствии с договором участника с центральным контрагентом, регламентирующим участие центрального контрагента в сделках ASL.

В случае неисполнения обязательств по возврату кредита ASL в результате дефицита кредитных ресурсов физический недостаток кредитного актива возмещается кредитору центральным контрагентом в денежной форме по цене закрытия текущего торгового дня. Урегулирование взаимоотношений между центральным контрагентом и участником ASL, допустившим дефолт из-за дефицита кредитного ресурса, производится в соответствии с договором участника с центральным контрагентом, регламентирующим участие центрального контрагента в сделках ASL из гарантийных (резервных) фондов центрального контрагента.

3. кредитование участников для ускорения расчетов на условиях своп/репо.

#### **14. Адекватность состояния МКБ и его влияние на возможность функционирования МФЦ в РФ<sup>153</sup>**

Для функционирования и развития МФЦ в РФ необходимо адекватное функционирование всех его составных элементов: финансового, валютного, золотого и межбанковского рынка. Формирование и развитие межбанковского рынка имеет важнейшее значение, как для функционирования МФЦ, так и для поддержания ликвидности банковской системы страны в целом.

МКБ как вид привлеченных средств имеет множество специфических особенностей, выделяющих его среди прочих заемных средств банковской системы как составного элемента МФЦ. Можно выделить следующие

---

<sup>153</sup> Соколинская

отличительные особенности МБК как источника ресурсов для банков:

1. кредитором и заемщиком выступают кредитные учреждения;
2. в основном, краткосрочный характер ссуд, т.к. основная цель - поддержание текущей ликвидности банков и обеспечение необходимыми ресурсами;
3. как правило, бланковый характер ссуд;
4. преимущественно крупные объемы сделок;
5. работа в рамках генеральных соглашений в связи с необходимостью в оперативном принятии решений о привлечении МБК;
6. рыночное ценообразование;
7. самый дорогой ресурс из всех привлеченных средств.

В то же время МБК, полученному банком, присущи свойства как ресурсов, так и кредитов, размещенных. Так, например, в случае передачи МБК банком-заемщиком в форме ссуды третьему лицу такое классическое свойство кредита как возвратность предстает как возвратность в кубе: сначала стоимость должна быть возвращена конечному заемщику, потом банку-заемщику, а затем и банку-кредитору, при этом в своем равноценном виде. Это предъявляет особые требования к МБК как ресурсу.

Итак, субъектами кредитных отношений при МБК выступают банк-кредитор и банк-заемщик. Главная цель предоставления денежных средств в кредит для банка-кредитора заключается в получении прибыли. Цель кредитной сделки для заемщика состоит, прежде всего, в пополнении ресурсной базы с целью обеспечения его ликвидности и в соблюдении нормативов ЦБ и платежеспособности банка-заемщика. Уже после выполнения всех требований ЦБ расширение ресурсной базы может происходить с целью размещения привлеченных средств в доходные активы, по большей части, в кредиты, и получение прибыли как результат. Именно во втором случае МБК способствует и ускорению мультипликации кредитов.

Путем привлечения МБК банки мультиплицируют свои долговые обязательства за счет временно свободных ликвидных средств, в результате

чего увеличивается объем операций, проводимых ими, необходимых для участия банков в деятельности МФЦ.

Посредством перетока свободных активов от банков с избытком ликвидности к банкам с её дефицитом последние получают возможность регулировать свою текущую ликвидность, выполнять нормативные требования ЦБ РФ, а также (частично, как правило, это касается долгосрочных МБК), размещать средства в доходные операции. При их размещении среди физических и юридических лиц в качестве кредитов происходит вторая эмиссия кредитных ресурсов, а перераспределение осуществляется сначала в финансовой, а потом нефинансовой сфере.

Таким образом, как видим, роль межбанковских кредитных операций достаточно высока для функционирования банков и МФЦ, т.к. с помощью перераспределения ресурсов между ними обеспечивается ликвидность банковской системы в целом и, соответственно, достигается непрерывное движение денежных потоков в стране и распределение соответствующих денежных потоков по направлениям деятельности МФЦ.

При построении адекватной системы привлечения ресурсов в виде МБК можно опираться на следующие принципы ее формирования:

1. объективность, возможность интеграции привлеченных МБК в работу банка и МФЦ;
2. соответствие целям МФЦ привлеченных ресурсов;
3. формирование четкого результата их дальнейшего размещения;
4. целесообразность, возможность использования результатов привлечения для принятия управленческих решений;
5. достаточность инструментария для достижения поставленной цели;
6. принцип преемственности инструментов оценки эффективности привлечения ресурсов;
7. последовательность оценки;
8. единообразие подходов к оценке эффективности привлечения ресурсов для обеспечения сопоставимости ее результатов;

9. гибкость, актуальность, возможность адаптации в меняющихся условиях окружающей среды.

Уровень адекватности, качества и количества МБК может определяться как потребностями банка-заемщика, потребностями банковской системы страны в целом, так и потребностями МФЦ.

Как видно из таблицы 19, устойчивая тенденция увеличения удельного веса МБК в ресурсной базе сохранялась с 2005 года по 2009год.. Так, на начало 2005 г.он составил 53 %, достиг своего пика на начало 2009г. – 55,6% с дальнейшим снижением до 50,7 процентов на начало 2011г. Такая же тенденция прослеживается при рассмотрении удельного веса МБК в составе привлеченных средств с разницей в сторону увеличения в 2 %. Такая тенденция во многом объясняется политикой ЦБ РФ в кризисные годы, связанная с упрощением и расширением доступа коммерческих банков к кредитам ЦБ РФ, с целью обеспечения их ликвидностью, а также с появлением новых видов кредитов, таких как кредиты без обеспечения.

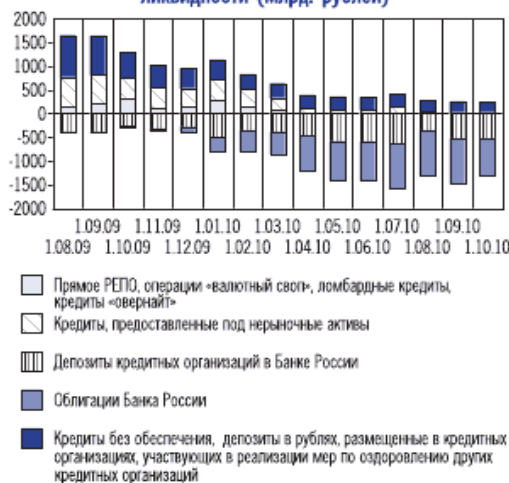
Таблица 21.

## Динамика развития МБК в ресурсной базе КБ РФ

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Число кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций - всего	1299	1253	1189	1136	1108	1058	1012
в том числе:							
имеющих лицензии (разрешения), предоставляющие право на:							
привлечение вкладов населения	1165	1045	921	906	886	849	819
осуществление операций в иностранной валюте	839	827	803	754	736	701	677
генеральные лицензии	311	301	287	300	298	291	283
проведение операций с драгметаллами	182	184	192	199	203	203	208
Число кредитных организаций с иностранным участием в уставном капитале, имеющих право на осуществление банковских операций	131	136	153	202	221	226	220
Число филиалов действующих кредитных организаций на территории Российской Федерации - всего	3238	3295	3281	3455	3470	3183	2926
из них:							
Сбербанка России	1011	1009	859	809	775	645	574
Зарегистрированный уставный капитал действующих кредитных организаций, млн. руб.	380,5	444,4	566,5	731,7	881,4	1244,4	1186,2
Депозиты, кредиты и прочие привлеченные кредитными организациями средства, млрд. рублей - всего	3501,9	5152,3	7738,4	11569,0	14573,4	16159,4	19729,8
Кредиты, депозиты и прочие размещенные средства, предоставленные организациям, физическим лицам и кредитным организациям, млрд. рублей - всего	4373,1	6212,0	9218,2	13923,8	19362,5	19179,6	21537,3

1) Данные Банка России

Структура валового кредита Банка России кредитным организациям и инструменты абсорбирования ликвидности (млрд. рублей)\*



\* Без учета субординированных кредитов Сбербанку России и просроченной задолженности.

Расширение привлечения кредитов ЦБ РФ до начала 2009 года послужило защитным буфером не только для сохранения ликвидности банковского сектора, но и способствовало частичному сохранению границ кредитования банками народного хозяйства в условиях кризиса в экономике и банковском секторе. В то же время это обстоятельство не может способствовать развитию

МФЦ. Влияние привлеченных межбанковских кредитов на масштабы и структуру кредитования банками народного хозяйства проявляется и через применяемые их виды (Приложение 5).

Из таблицы видно, что виды и условия предоставления и погашения полученных межбанковских кредитов прямо или косвенно влияет на сужение или расширение границ кредитования и возможности участия банков в деятельности МФЦ. Существенным является в каждом отдельном случае определить оправданность расширения или сужения границ кредитования в результате привлечения МБК.

Согласно Таблице субъектами кредитных отношений при межбанковском кредитовании могут быть как коммерческие, так и центральные банки. Особенность проявления кредитов Центрального банка РФ (таких как ломбардные кредиты, внутрисуточные кредиты, овернайт) заключается в том, что наиболее весомым показателем при этом выступает качество обеспечения, к которому согласно п.3.7. Положения Банка России 236-П предъявляются очень высокие требования со стороны ЦБ РФ:

1. в качестве обеспечения могут выступать только ликвидные ценные бумаги, включенные в Ломбардный список;
2. они должны учитываться на счете депо банка, открытом в Депозитарии;
3. они должны принадлежать банку на праве собственности и не быть обремененными другими обязательствами банка;
4. срок их погашения - не ранее чем через 6 рабочих дней после наступления срока погашения запрашиваемого банком МБК;
5. эмитентом ценных бумаг не является потенциальный заемщик.

Несмотря на столь жесткие законодательные требования к качеству залога для доступа коммерческих банков к ресурсам ЦБ РФ, требования к их финансовому положению также достаточно существенные:

1. банк должен быть отнесен к I категории финансового состояния "Финансово стабильные кредитные организации";
2. банк не имеет недоухода в обязательные резервы;

3. не имеет просроченных денежных обязательств перед ЦБ РФ.

Такой подход ЦБ РФ к выдаваемым МБК непосредственно влияет на сокращение границ кредитования, сужает кредитную экспансию в безкризисные периоды и является, на наш взгляд, обоснованным и оправданным.

В отличие от строгого подхода ЦБ РФ к выдаче МБК (кроме необеспеченных кредитов в период кризиса), коммерческие же банки, наоборот, часто предоставляют «дружеские» необеспеченные кредиты, причем не только первоклассным с точки зрения финансовой устойчивости банкам.

Краткосрочные межбанковские кредиты выдаются на срок до одного года. При этом в отдельную группу выделяют сделки на срок до 90 дней включительно. Это однодневные кредиты («overnight»; «tomorrow-next»; «spot-next»), недельные («spot-week»), а также двух- и трехнедельные, одно-, двух- и трехмесячные кредиты.

Среди особенностей МБК, как уже отмечалось ранее, можно выделить то, что он по своей сути является инструментом регулирования банками своей текущей ликвидности, значит, среди показателей особое значение приобретает здесь срок операции. И стоит заметить, что по срочности наиболее часты именно краткосрочные МБК, которые направляются на пополнение оборотных средств банков.

К среднесрочным, как правило, относят кредиты от одного года до пяти лет, а к долгосрочным - займы с общим сроком свыше пяти лет.

К редко встречающимся разновидностям долгосрочных кредитов относятся инвестиционные межбанковские кредиты, предоставляемые, как правило, в виде субординированных или партисипационных займов. Иногда в эту категорию включают несвязанные кредиты со сроком погашения свыше пяти лет.

Партисипационный кредит фактически представляет собой скрытое увеличение собственного капитала банка путем выпуска в пользу кредитора дополнительного количества акций банка-заемщика. При этом

партисипационный кредит может рассматриваться как одна из форм межбанковских инвестиций, не имеющая срочности.

По условиям предоставления среднесрочный и долгосрочный межбанковский кредит аналогичен кредиту в общем понимании, предоставляется, как правило, при заключении отдельного договора или в форме кредитной линии в рамках установленного лимита, а к финансовому положению банка-заемщика предъявляются высокие требования. Кредиты на длительные сроки в наименьшей степени подвержены колебаниям процентных ставок, но ставки по данным кредитам находятся ближе всего к ставкам кредитования юридических лиц, т.е. выше, чем при краткосрочном межбанковском кредитовании, соответственно критерий доходности и его показатели в большей степени влияют на качество МБК, в то время как фактор ликвидности менее значим.

Одним из основных показателей кредитного качества является обеспеченность предоставленных ссуд. В данном ключе кредиты подразделяются на обеспеченные и необеспеченные. Причем в литературе встречается 2 точки зрения касательно содержания этих понятий: часть авторов необеспеченные кредиты называют также бланковыми, другие же считают, что бланковые кредиты обеспечены векселем. Таким образом, последние выделяют в зависимости от обеспеченности 3 вида МБК:

- необеспеченные (большинство МБК);
- обеспеченные залогом (в т.ч. ломбардные);
- бланковые (обеспеченные банковским векселем).

Как правило, кредиты без обеспечения выдаются при наличии у заемщика высокой репутации, а к финансовому состоянию заемщика в данном случае предъявляются завышенные требования. При обеспеченных кредитах наоборот, больше внимания будет уделено оценке качества и достаточности залога.

По критерию доходности можно представить несколько классификаций МБК. В частности, проценты по кредитам, представляющие собой текущую цену займа, могут быть выше, ниже или равными рыночной (эффективной)



ставке процента. Вообще, размер процентной ставки по МБК может значительно варьироваться в зависимости от его срока, а, принимая во внимание особенность краткосрочности межбанковского кредитования, следует отметить тенденцию более низких ставок, чем по кредитным продуктам реальному сектору и физическим лицам, имеющим более длительные сроки. Данная тенденция объясняется следующим:

1. финансовое положение контрагентов является, как правило, хорошим, что уменьшает риски кредитования для кредитора. Поэтому резервы, как правило, по выданным МБК не создаются;

2. в МБК размещаются временно свободные высоколиквидные денежные средства, которые, оставшись неразмещенными, вообще не принесли бы дохода банку-кредитору;

3. в связи с заключением генеральных договоров между банками процедура оформления МБК гораздо проще, нежели при других видах кредитов.

При увеличении срока МБК меняется экономический смысл и цели кредитования как для банка-заемщика, так и для банка-кредитора. Долгосрочные кредиты могут реинвестироваться заемщиком в кредиты своим клиентам и приносить более высокий доход. Поэтому ставки по данным кредитам находятся ближе всего к ставкам кредитования юридических лиц, а критерий доходности в данном случае является более значимым, нежели при краткосрочном кредитовании, т.к. цель банка-кредитора в размещении длинных МБК – получение прибыли.

Проценты по кредитам могут быть рассчитаны по фиксированной или плавающей ставке. Фиксированная процентная ставка подразумевает единую цену кредита на весь период пользования средствами. В случае нежелания кредитора нести риск изменения процентных ставок последний может предложить заемщику плавающие стоимостные условия на базе одной из наиболее употребительных межбанковских ставок (ЛИБОР, ФИБОР, ПИБОР и т.д.)

Все привлекаемые банком средства в соответствии принятыми решениями руководства имеют конкретное назначение. С этой точки зрения МБК можно классифицировать следующим образом:

1. несвязанные кредиты (без указания объекта кредитования в кредитном соглашении);
2. связанные, среди которых можно выделить:
  - платежные МБК (под оплату платежных документов, приобретение ценных бумаг, авансовые платежи, под конкретную коммерческую сделку);
  - расчетные (учет векселей),
  - под финансирование инвестиционных затрат (увеличение фондов).

Так, например, межбанковский кредит под конкретную коммерческую сделку (разновидность связанного кредита) предоставляется банками с целью поддержания непрерывной деятельности своих клиентов. Указанный вид кредита подразумевает платеж на условиях инкассо или по аккредитиву с одновременным выставлением кредитного требования на банк-заемщик.

В силу различных возникающих потребностей контрагентов в привлечении МБК данная классификация не является исчерпывающей, однако большинство МБК, как мы уже говорили ранее, предоставляется на краткосрочной основе, в форме открытой кредитной линии заемщику в рамках установленного лимита, т.е. на различные цели для поддержания текущей ликвидности банков.

Привлечение МБК может происходить на двусторонней и многосторонней основе. Синдицированные кредиты являются наиболее распространенной формой многосторонних кредитов (США, Англия, Швейцария, Россия), однако нередко под этим названием подразумевают все недвусторонние кредиты, в т.ч. консорциальные и зеркальные.

Тем не менее, по сравнению с синдицированным кредитом, предоставляемым синдикатом банков во главе с одним банком-агентом, осуществляющим одновременно функции управляющего банка и платежного агента, консорциальный кредит отличается от него наличием двух и более

организаторов и соуправляющих по кредиту.

В консорциальном соглашении (наиболее распространены в Германии и Японии) отдельно регламентируются права и обязанности платежного агента, соуправляющих, других кредиторов, с одной стороны, и заемщика - с другой.

Иногда в целях поддержания двусторонних взаимоотношений применяются «зеркальные сделки». Причем «зеркальные» операции встречаются, как правило, внутри одной финансовой группы и осуществляются с целью перевода капитала в главную компанию.

Объективная потребность в предоставлении многосторонних кредитов возникает в случае, когда объем кредита или кредитный риск слишком значителен для одного банка.

Большое значение имеет техника предоставления МБК (одной суммой или частями в рамках открытой кредитной линии с предварительно установленным лимитом). Этот вид кредитов, как уже упоминалось нами, является одним из наиболее распространенных в межбанковской практике.

По форме погашения МБК классифицируются на кредиты, погашаемые одной суммой, равными долями через равные промежутки времени и непропорциональными долями. Преимущественно из-за краткосрочности функционирования кредитов на рынке МБК ссуды погашаются одной суммой.

Учитывая, что кредитные отношения могут возникать не только в рамках одной страны, банки могут предоставлять и привлекать займы, деноминированные в различных валютах, как на внутренних рынках, так и международные. Юридически международные кредиты могут подчиняться законодательству одной из сторон соглашения, а в редких случаях и законодательству третьей страны.

В большинстве случаев предоставление кредита осуществляется в валюте страны-кредитора. Кредиты же в валюте страны заемщика предоставляются на межбанковском рынке гораздо реже. Это обусловлено объективными причинами: в случае необходимости заемщик может привлечь необходимые ему средства на внутреннем рынке. Вместе с тем, в отдельных случаях

заимствования на международных рынках могут быть дешевле, чем на национальных (обычно под влиянием краткосрочных политических факторов). Касательно кредитов в денежных единицах третьих стран (в основном, в долларах США и евро) отметим, что нередко жесткая привязка кредитора к конкретной валюте свидетельствует о нежелании брать на себя риск возможного изменения курса валюты рефинансирования против валюты предоставленного кредита.

Сумма МБК устанавливается в пределах существующего лимита банка-кредитора на банк-заемщик. Лимит, в свою очередь, определяется банками исходя из срока МБК и финансовых показателей банка-заемщика и собственных возможностей банка-кредитора.

максимально возможный лимит на заемщика определяется по формуле:

$Lim_{max} = k * СК$ , где:

$Lim_{max}$  – максимально возможный лимит на заемщика,

$k$  – удельный вес, определяемый в зависимости от внутреннего рейтинга банка-заемщика,

$СК$  – собственный капитал банка-заемщика в соответствии с положением ЦБ РФ 215-П.

Поскольку абсолютный размер кредита – показатель нерепрезентативный в силу того, что он зависит от размеров банка-заемщика и банка-кредитора, в качестве показателя суммы МБК предлагаем взять долю объема кредита в общем возможном лимите на банк-заемщик. Чем выше показатель, тем выше риск.

Субъективная оценка МБК выставляется на основании следующей имеющейся информации:

1. по итогам встречи с контрагентом
2. при выявлении на аналитическом этапе при анализе форм отчетности контрагента операций, относимых ЦБ РФ к ряду «сомнительных».

Если посмотреть состояние кредитных портфелей банковского сектора, то можно отметить, что удельный вес предоставленных кредитов с 2007 года по

1.03.2011 года вырос с 7 до 12 %, что видно из диаграммы.

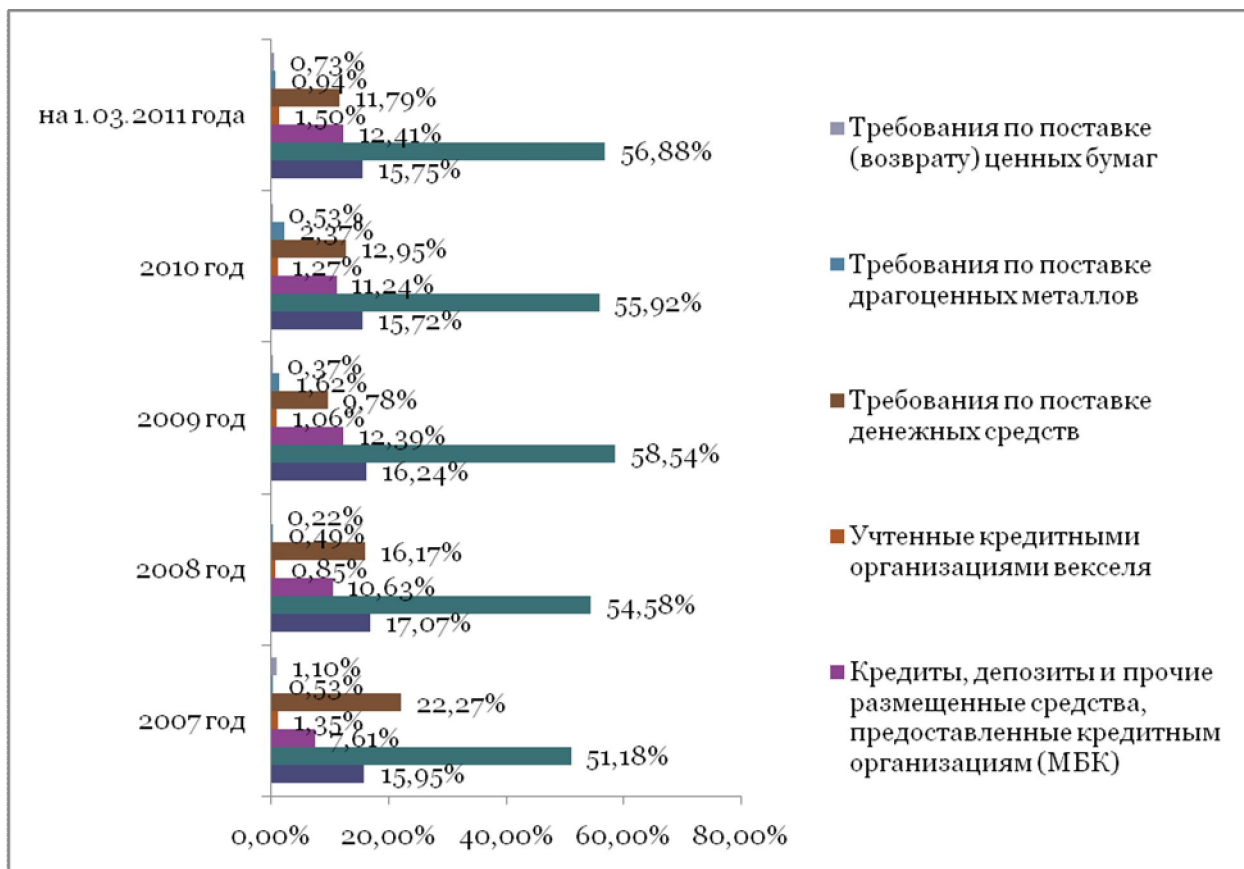


Рисунок 12. Показатели кредитного портфеля на рынке МБК<sup>154</sup>

При этом наблюдается рост сроков предоставления кредитов и увеличение просроченной задолженности. Встает вопрос, насколько обоснованно предоставление этих кредитов банками друг другу? Как это влияет на кредитную экспансию? Является ли она обоснованной? Может ли она способствовать развитию международного финансового центра в России? Рассмотрим этот вопрос подробнее.

В современной российской банковской практике объективной реальностью являются манипуляции банков со своей отчетностью. Речь идет о различных видах умышленного искажения бухгалтерской отчетности в целях ее «приукрашивания», уменьшения налогооблагаемой базы и т.д., т.е. о так называемых «схемных» (сомнительных) операциях банков.

В письме Банка России №161-Т от 26.12.2005г. официально вводится

<sup>154</sup> Составлено по данным ЦБ РФ

понятие «схемные операции» (нерыночные операции, совершаемые банками в интересах «потребителей» с целью оптимизации финансовых результатов или бухгалтерской отчетности субъектов рынка, использующие существующую рыночную инфраструктуру и механизмы, а также пробелы в существующем законодательстве и нормах регулирования банковской деятельности), а также описываются их негативные последствия для кредиторов: «Результатом совершения кредитными организациями сомнительных операций может стать бегство клиентов и отток денежных средств из кредитных организаций, возникновение убытков и потеря платежеспособности. Таким образом, совершение кредитными организациями сомнительных операций может создавать ситуации, угрожающие законным интересам вкладчиков и кредиторов кредитных организаций»

Действительно, на практике, выявление сомнительных операций на сегодняшний день является весьма актуальным в банковской сфере. Можно привести следующую **классификацию сомнительных операций**:

1. Операции, связанные с формированием собственного капитала и поддержанием его уровня.
2. Управление значениями обязательных экономических нормативов банковской деятельности.
3. «Украшение» и корректировка структуры баланса, а также «надувание» величины активов банка.
4. Операции по снижению налогооблагаемой базы.
5. Операции по сокрытию прибыли в интересах клиентов.
6. Операции по переводу средств за рубеж, а также для возвращения ранее переведенных средств из-за рубежа.

Рассмотрим каждую из перечисленных групп сомнительных операций более подробно, приведем некоторые примеры таких операций и опишем способы их идентификации.

1. **Операции, связанные с формированием капитала и поддержанием его уровня**, совершаются банками с целью соблюдения норматива Н1 и

требований по достаточности капитала. Примеры схем:

- увеличение капитала за счет выданного кредита, когда аффилированная с банком или его владельцем организация получает кредит или продает собственный вексель этому банку и далее через цепочку специально созданных для операции фирм вносит полученные средства на увеличение капитала (ненадлежащие активы). Возможность распознавания подобной схемы в балансе усложняется наличием большого числа таких организаций и посредников, однако самый простой вариант отражается равными увеличениями в течение нескольких месяцев остатков на счетах ссудной задолженности и уставного капитала.

- формирование капитала банка при помощи эмиссионного дохода, когда вновь размещаемые акции банка продаются акционерам по цене выше номинала. Операции отражаются на балансе нестандартно высоким уровнем прироста эмиссионного дохода относительно прироста уставного капитала.

- поддержание капитала за счет завышения «бухгалтерских» доходов банка и, соответственно, прибыли. Проводятся путем нескольких сделок с финансовым инструментом с разными ценами с аффилированными компаниями банка или «дружественными» банками, которым требуются услуги по оптимизации налогообложения. Например:

- перераспределение доходов, уменьшающее налогооблагаемую базу банка, что увеличивает его капитализацию.

- замещение расходов за счет использования вместо доходных активов в балансе банка «бухгалтерских» (формальных) кредитов и векселей, которые не приносят доходов, кроме того, требуют своего «ежемесячного обслуживания». В результате данные активы относятся к проблемным, что ведет за собой необходимость создания повышенных резервов по ним.

**2. Корректировка обязательных нормативов деятельности** заключается в обеспечении соответствия сроков активов и обязательств путем встречных сделок (в большинстве случаев, для поддержания нормативов Н2 и Н3) либо в «техническом» формировании пассивов более длительного срока

при их фактическом недостатке.

Например, размещение банком-заказчиком МБК либо средств на счете НОСТРО в банке-контрагенте, которые через еще одно звено возвращаются опять в банк-заказчик. В итоге банк-заказчик увеличивает активы и пассивы на одинаковую сумму одинаковой срочности, что увеличивает одновременно числитель и знаменатель дроби расчета норматива, и, соответственно, само значение норматива. Для дополнительного усложнения обнаружения «схем» вместо МБК могут использоваться операции по покупке и продаже финансовых инструментов различной срочности.

Определить, является ли операция нормальной рыночной сделкой или схемой, возможно только при наличии расшифровок по межбанковским операциям и корсчетам, причем не только по банку-заказчику, но и по основным контрагентам. Настораживающим моментом является наличие в расшифровках операций на рынке МБК и корреспондентским счетам исследуемого банка значительных аналогичных сумм остатков на отчетные даты. Усложняет ситуацию использование в схемах ценных бумаг и банков-нерезидентов в виде посредников.

Стоит отметить, что данными схемами пользуется сегодня большое количество банков, что объясняется реальной нехваткой ликвидности для нормального функционирования банков в стране, особенно мелких. Поэтому степень влияния на финансовое положение банка должна быть оценена исходя не из наличия данных схем в балансе контрагента, а исходя из реального положения ликвидности банка и масштабности данных операций.

**3. Операции с целью «украшения» и корректировки структуры баланса, а также «надувания» величины активов** во многом повторяют схемные операции для корректировки экономических нормативов. Однако выделение их в отдельную группу объясняется разными целями проведения тех и других операций: целью использования схем украшения баланса является увеличение имиджевых позиций и репутации банка путем создания ложного впечатления о его финансовом положении (например, перед размещением на



рынке ценных бумаг или предполагаемой продажей бизнеса). Способы построения схем этой разновидности и способы их идентификации и оценки, в целом аналогичны схемам с целью корректировки экономических нормативов.

**4. Операции по снижению налогооблагаемой базы** проводятся следующими способами:

- путем создания завышенных объемов РВПС и РВП.

- путем перераспределения части доходов банка на аффилированные компании (которые впоследствии могут быть «обналичены» или использованы для обслуживания технического кредитного или вексельного портфеля, использованного для целей формирования капитала). По стандартным формам отчетности банка выявление наличия данных операций сильно затруднено. В данном случае стоит обратить внимание на расходную часть формы № 102 в части процентов, уплаченных по открытым счетам клиентов, уплаченных комиссий, прочих расходов в сопоставлении с объемами соответствующих платных пассивов и, при возможности, сравнить с официально объявленными банком ставками.

- путем привлечения банком ресурсов по завышенной ставке и размещения по ставке ниже привлечения, что приводит к уменьшению маржи и, следовательно, налогооблагаемой базы. Сроки привлечения и размещения, как правило, равны. Однако данная схема также может использоваться для управления нормативами ликвидности, тогда срок размещения меньше срока привлечения. В качестве варианта схемы возможна покупка векселей контрагента, который, в свою очередь, размещает ресурсы в срочные депозиты банка. На подобные схемы указывает наличие в пассивной части баланса банка большого объема неликвидных векселей, в т.ч. слабооборотных или долгосрочных, особенно для мелких и средних банков (например, бросающиеся в глаза одинаковые обороты по балансовым счетам в активе 452 (ссудная задолженность) или 515 (учтенные векселя), в пассиве - 420 (депозиты) или 523 (собственные векселя банка)). Для выявления схем следует проводить структурный анализ доходов и расходов банка в сопоставлении с работающими

активами и платными пассивами.

- путем совершения валютных сделок по заранее «невыгодным» для банка ценам, в результате которых уменьшается доход от данных операций. При этом, поскольку валютные операции с клиентами попадают под действие валютного контроля, в качестве контрагентов по сделкам, как правило, выступают юридические лица-нерезиденты или другие банки. Маржа по сделкам должна быть небольшой (чтобы скрыть нерыночность операций перед проверяющими органами), поэтому для обеспечения необходимого результата приходится оперировать значительными объемами и постоянно проводить такого рода операции. В отчетности банка их можно выявить по значительным оборотам по счетам 47407 и 47408 в корреспонденции со счетами межбанковских счетов банков 30109, 30110, в случае операций с юридическими лицами-нерезидентами - со счетом 40807. Для проверки предположений используется анализ доходности данных операций согласно Ф102 «Отчет о прибылях и убытках».

- путем аналогичных сделок с ценными бумагами, в основном векселями банков или связанных с банком юридических лиц. Данные операции более «эффективны» для целей уменьшения налогооблагаемой базы, так как цены сделок могут иметь большой спрэд, и рыночные уровни ценных бумаг не так очевидны. Как правило, при таком способе уменьшения налогооблагаемой базы банк производит 2 сделки: сначала покупает ценную бумагу по более дорогой цене, а потом продает ее по более низкой.

Способ выявления подобного рода схемных операций заключается в анализе оборотов по соответствующим счетам баланса Ф101 и финансового результата по согласно Ф102. При использовании данного вида схем операции с валютой и ценными бумагами согласно Ф102 должны постоянно быть с отрицательной доходностью.

**5. Операции по сокрытию прибыли в интересах клиентов,** как правило, кроются в конверсионных операциях. Расчетный банк клиента осуществляет операцию по конвертации валюты с контрагентом по цене

обмена заведомо ниже рыночной. Во избежание подозрений разница между рыночной ценой и ценой сделки минимальна, а результат достигается за счет больших объемов.

Обнаружить подобные операции можно используя оборотную ведомость банка и отчет о прибылях и убытках. Если объем конверсионных операций достаточно высок (обороты по счетам 47407 и 47408), но по отчету о прибылях и убытках банк терпит по данным операциям значительные убытки, то, при достаточно стабильном валютном рынке, можно предполагать оказание услуг по сокрытию прибыли в интересах клиентов. Клиент возмещает банку прибыль через повышенные проценты по кредитам или пониженным процентам по депозитам (векселям). Контрагентом в данной операции выступает, как правило, банк, специализирующийся на подобных схемах, который, в свою очередь, через несколько посредников переводит прибыль за рубеж, либо обналичивает. Также для подобных операций используются операции МБК, но их использование менее распространено.

Описанная схема до перевода средств за рубеж не является противозаконной, и рассматривать банки, ее использующие, как «серые» — некорректно. Однако если при наличии признаков оптимизации банк стабильно показывает очень низкую или отрицательную прибыль, то высока вероятность вмешательства в деятельность банка правоохранительных органов, что может обернуться применением ими целого ряда мер (вплоть до лишения лицензии банка). Поэтому обнаружение подобных операций у потенциального контрагента должно рассматриваться как повышенный источник репутационного и юридического риска для банка.

**6. Операции по переводу средств за рубеж** проводятся путем создания фирмы-однодневки, которая «заключает» контракт с иностранной фирмой. Для расчетов используются корреспондентские счета иностранных банков в российских банках. Фирмы-однодневки платят по контрактам на корреспондентские счета в российских банках в пользу иностранных фирм. Иностранные банки конвертируют остатки на корреспондентских счетах и

выводят средства за рубеж по поручениям иностранных фирм. Их наличие в банке очень серьезно, т.к. такие операции однозначно попадают под действие Уголовного кодекса РФ. Однако для выявления подобных операций требуются расшифровки корреспондентских счетов банка-заемщика, доступ к которым у внешних пользователей закрыт.

**Операции для возвращения ранее переведенных средств из-за рубежа.** Примеры:

- возврат в банк ранее «спрятанных» в оффшорных зонах «реальных» денежных средств, которые вносятся в бизнес банка в качестве долгосрочных депозитов или в качестве МБК, а также в качестве прямых вложений в капитал.

Исходя из отчетности предположить наличие данных схем сложно, однако стоит посмотреть объем привлеченных средств от нерезидентов. Например, если объем выпущенных еврооблигаций (данная информация о банках является общедоступной) на отчетную дату существенно не совпадает с остатками 440х счетов, это может быть признаком данной операции.

- построение схемы по «накачке» банка «нарисованными» средствами из-за рубежа. Например, иностранная фирма (как правило, зарегистрированная в оффшорной зоне), предоставляет субординированный займ банку либо напрямую, либо через какой-нибудь банк-нерезидент под видом МБК. Впоследствии кредитный портфель банка увеличивается на аналогичный объем и увеличивается «капитализация» банка.

В заключение рассмотрения схемных операций стоит отметить, что на сегодняшний день многие банки применяют их в разных объемах (как правило, используются схемы с целью поддержания нормативов), однако их детальный анализ, во-первых, требует, как уже упоминалось, некоторых недоступных для внешних пользователей источников информации, а во-вторых, является достаточно трудоемким.

Пока Банки России имеют такие группы операций, говорить об адекватности участия МБК в операциях МФЦ не представляется возможным.

Для выявления признаков совершения сомнительных операций

контрагентами нами предлагаются следующие рекомендации:

1. проверить структуру баланса на ее логичность. Как правило, приукрашивание одних статей баланса ведет к нелогичным изменениям других статей (например, рост РВПС при минимальной доле просроченной задолженности и снижении объема кредитов).
2. сопоставить баланс банка с производимыми им налоговыми отчислениями государству (объем уплаченных налогов должен быть пропорционален объему работающих активов).
3. сопоставить данные Ф102 с остатками и оборотами соответствующих балансовых статей (индикатором может быть излишняя убыточность отдельных видов операций).
4. сопоставить остатки и обороты балансовых статей, наиболее часто используемых банками для совершения сомнительных операций.

Например, в банке А наблюдается следующая ситуация:

Таблица 22.  
Основные индикаторы наличия или отсутствия сомнительных операций для  
Банка А<sup>155</sup>

Индикатор	Значение показателя (тыс.руб.)			
	01.01.2007	01.01.2008	01.09.2008	01.10.2008
Обороты по кассе (К 20202)	7 870 611	14 174 645	14 137 131	15 043 774
Обороты по банковским векселям до 30 дней (Д51401, 51402)	98 577	0	218 953	0
Обороты по корпоративным векселям до 30 дней (Д51501, 51502)	0	0	0	0
Обороты по собственным векселям до 30 дней (Д52301, 52302)	1 238 625	0	0	0
Обороты по конвертации К47407	197 330 769	402 375 749	322 031 930	366 627 649
Отношение оборотов по кассе к чистым активам (%)	11,89%	10,90%	8,34%	8,49%
Отношение оборотов по банковским векселям до 30 дней к чистым активам (%)	0,15%	0,00%	0,13%	0,00%
Отношение оборотов по корпоративным векселям до 30 дней к ЧА(%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Отношение оборотов по собственным векселям до 30 дней к чистым активам (%)	1,87%	0,00%	0,00%	0,00%
Отношение оборотов по конвертации (К47407) к ЧА	298,05%	309,46%	190,04%	206,99%

<sup>155</sup> Составлено по отчетным данным среднего московского банка

Исходя из низких процентных соотношений оборотов и остатков по представленным выше балансовым счетам (за исключением счетов по конвертации), сомнительных операции, в частности, по обналечиванию средств, у Банка А не выявлено. Касательно конверсионных операций, в силу крупного размера Банка А и наличия положительного финансового результата по данным операциям (согласно Ф102), считаем данные объемы операций приемлемыми.

Таким образом, можно не увеличивать и не уменьшать получившийся балл кредитного риска анализируемых банков на субъективный показатель в силу отсутствия явных признаков сомнительных операций у них.

По результатам исследования МБК сделаны следующие выводы:

- для обеспечения репрезентативности выдаваемых банками МБК и **возможности адекватного участия этих средств в операциях МФЦ** требования к контрагентам должны быть изменены, особое внимание должно быть уделено анализу основных факторов риска, характерных для данного периода.

- в условиях кризиса основными внутренними факторами риска для банков являлись: высокая зависимость ресурсной базы от внешних заимствований, вкладов физических лиц, средств, привлеченных с финансовых рынков; большая доля валютной составляющей баланса, котируемых ценных бумаг в портфеле, кредитного портфеля физических лиц и юридических лиц, работающих в «пострадавших» от кризиса отраслях, малый размер банка и отсутствие кредитных рейтингов ведущих зарубежных и российских рейтинговых агентств.

- необходимо детально исследовать объемы полученного МБК для дальнейшего сопоставления с уровнем ликвидности и финансового состояния кредитной организации в целом.

- учитывать размер банка-заемщика, положение его на рынке и исследовать его потенциал привлечения ликвидности в случае острой необходимости.

- вводить новые показатели согласно выявленным схемным операциям по привлеченным МБК и оценивать их значения.

- корректировать при составлении агрегированного баланса контрагента объем прибыли (на сумму завышенных переоценок), валютных активов согласно прогнозам динамики курсов валют, кредитного портфеля и портфеля ценных бумаг.

- уделять особое внимание динамике показателей и оценке качества кредитных портфелей контрагентов, причем не только с помощью коэффициентного анализа балансовых показателей, но и учитывать возможные факты скрытых безнадежных ссуд и занижения размера созданных резервов на возможные потери.

### ***15. Оценка проблем и перспектив развития банковской системы в условиях международного финансового центра Российской Федерации<sup>156</sup>***

Место России на мировых рынках определяется не только усилиями участников и регуляторов российского рынка, но и текущим восприятием России, ее финансовых рынков иностранными инвесторами. Современная финансово-кредитная и денежная системы России являются сектором экономики, где наиболее эффективно работают рыночные механизмы. Индикатором национальных усилий в этой сфере являются международные рейтинги финансовых центров. Международный финансовый центр характеризуется наличием развитой финансовой сферы, уровнем городской инфраструктуры, состоянием делового климата, благоприятностью государственного регулирования, наличием квалифицированного персонала и т.п. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения являются составной частью и наиболее сложной сферой рыночного хозяйства, в которых концентрируются проблемы национальной и мировой экономики<sup>157</sup>.

Внешнеторговые, научно-технические и другие факторы и связи активно

---

<sup>156</sup> Л.М. Куприянова – к.э.н., доцент, доцент кафедры «Экономический анализ», ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

вливают на функционирование международных валютно-финансовых и кредитных отношений. В результате конкуренции состоялись известные мировые финансовые центры (МФЦ) – Лондон, Нью-Йорк, Цюрих, Франкфурт-на-Майне, Сингапур и др. Здесь сосредоточились банки и специализированные кредитно – финансовые институты, осуществляющие международные валютные, кредитные и финансовые операции, сделки с ценными бумагами и золотом (табл. 23).

Таблица 23.

Рейтинг мировых финансовых центров<sup>158</sup>

Город	Место	Баллы	Описание
Лондон	1	765	Лидерство более чем 80% показателей. <i>Плюсы:</i> сотрудники, доступ к рынкам (ЕС, Восточная Европа, Россия, Ближний Восток), финансовое регулирование. <i>Проблемы:</i> ставки налога на прибыль, транспортная инфраструктура, операционные затраты.
Нью-Йорк	2	760	Лидерство более чем 80% показателей. <i>Плюсы:</i> сотрудники и рынок США. <i>Минусы:</i> финансовое регулирование, в частности закон Сарбейнса-Оксли.
Гонконг	3	684	Успешный региональный центр. Отличные результаты по большинству показателей, в частности в регулировании. Высокие издержки не снижают конкурентоспособность. Реальный кандидат на превращение в глобальный финансовый центр.
Сингапур	4	660	Сильный центр по большинству показателей, в частности по регулированию банковского сектора. <i>Минусы:</i> общая конкурентоспособность. Второй крупнейший финансовый центр Азии.
Цюрих	5	656	Сильный специализированный центр. Ниша – обслуживание богатых клиентов (private banking) и управление активами. <i>Минусы:</i> небольшой пул профессионалов и невысокая общая конкурентоспособность.
Франкфурт-на-Майне	6	647	Сильный центр по большинству показателей, в частности по регулированию банковского сектора. Место, где размещена Штаб-квартира Европейского Центрального Банка.

Мировые финансовые центры возникли на базе национальных рынков и развивались на основе мировых валютных, кредитных, финансовых рынков и рынков золота. Сегодня мировые финансовые центры – это определенная экономическая зона, организованная среда, в которой формируются отношения

<sup>157</sup> Мишина В., Пензин К. На пути к МФЦ. Изд. Анализ и тенденции № 10 (82). М.: 2010

<sup>158</sup> Источник: Oxford Economic Forecasting (рейтинг по опросам специалистов финансового сектора в 40



по купле-продаже финансовых инструментов, регламентируемые особым налоговым и инвестиционным режимом, стимулирующим привлечение и перераспределение инвестиций через данный рынок. Определяющим стимулом для создания финансового центра является стремление участников финансового рынка снизить расходы на взаимодействие, складывающиеся в результате развивающихся отношений.

Многие страны заинтересованы в создании на своей территории мировых и/или региональных финансовых центров. Такие центры способствуют притоку капиталов в страну, улучшают инвестиционный климат, увеличивают налоговые поступления и обеспечивают рост занятости. Для этого необходимо привлечь крупные финансовые институты, заинтересовать эмитентов и инвесторов из разных стран. Опыт зарубежных стран показывает эффективное развитие финансовых центров мирового уровня в сильных и быстро развивающихся странах за 15-20 лет (Сингапур, Гонконг, Шанхай).

Мировые финансовые центры являются крупными информационно-аналитическими и организационно-управленческими комплексами, обладают значительным кредитным потенциалом, привлекают широкий круг специалистов (экспертов по сопоставительному экономическому и юридическому анализу и др.), которые занимаются анализом состояния и перспектив мирового хозяйства и экономики стран мира. Аналитические центры способны обеспечить проведение глубоких исследований, подготовить индексы, рейтинги (Moody's, Standard and Poor's и др.), и сегодня их роль и значение возрастает. По данным международного индекса глобальных финансовых центров GFCI/Global Financial Centers Index/ Россия «находится на 68 месте». Сегодня важно разработать и применять российские методики оценки своего положения в международном контексте, рейтинга конкурентоспособности. Рейтинг есть отражение взглядов, в том числе на финансовые рынки России, что определяет стремление улучшить свои позиции в международных рейтингах. Подобный рейтинг разрабатывается Комитетом

государственных заимствований города Москвы в сотрудничестве с ММВБ на базе Меморандума о сотрудничестве<sup>159</sup>.

Тенденции развития мировых финансовых центров объективно влияют на формирование будущей финансовой системы Российской Федерации. Организация в России Федерации мирового финансового центра позволит России интегрироваться в мировую экономику, обеспечить приток инвестиций в страну. По оценкам специалистов, потенциал России на глобальных, территориальных и локальных рынках вполне соответствует потенциалу глобального финансового центра, такого как Дубай, Шанхай, Пекин и, по мнению главы Минфина России А. Кудрина, этот потенциал необходимо использовать в ближайшей перспективе.

Для создания международного финансового центра в Российской Федерации необходим детальный анализ условий, влияющих на выбор заинтересованных в центре иностранных инвесторов и других участников рынка. Необходимо обеспечить привлекательность условий для иностранных инвесторов, защиту их прав и интересов. Также важно определить алгоритм действий по созданию международного финансового центра России, ориентировать его на разработку комплекса мероприятий по совершенствованию законодательства, на оценку ключевых факторов успеха в реализации национальной идеи.

Национальные валютные, кредитные, финансовые рынки, сохраняя относительную самостоятельность, тесно переплетаются с аналогичными мировыми рынками, дополняют их деятельность, обеспечивают связи с внутренней экономикой и денежно-кредитной системой, характеризуются основными факторами, определяющими участие национальных валютных, кредитных, финансовых рынков в операциях мирового рынка:

- соответствующим местом страны в мировой системе хозяйства и ее валютно-экономическим положением;
- наличием развитой кредитной системы;

---

<sup>159</sup> Мишина В., Пензин К. На пути к МФЦ. Изд. Анализ и тенденции № 10 (82). М.: 2010

- организованной фондовой биржи;
- умеренностью налогообложения;
- льготностью валютного законодательства, обеспечивающего доступ иностранных заемщиков к национальным рынкам и ценным иностранным бумагам к биржевой котировке;
- удобным географическим положением;
- относительной стабильностью политического режима и др.

Создание такого центра в России объективно связано со структурой услуг международного финансового центра и включает: банковские услуги; страховые услуги; инвестирование и управление активами; привлечение инвестиций; организацию торговли; профессиональные услуги (PR, персонал, аудит и т.д.) и, необходимость развития конкурентных и высоко капитализированных подсистем - банковской, страховой и фондового рынка.

«Банковская система и ее возможности должны быть адекватны тем вызовам, которые стоят перед страной, ориентироваться на запросы граждан – например, в такой социально значимой сфере, как решение жилищных проблем, да и по некоторым другим жизненно-важным вопросам. И, конечно, работа банков призвана давать дополнительные импульсы росту, модернизации и структурной перестройке экономики»<sup>160161</sup>.

Современная банковская система развивается под воздействием глобальных процессов, происходящих в мировой экономике и, в первую очередь, находится под влиянием усиления интеграционных тенденций. Развитие банковской системы является важнейшей составляющей государственной экономической политики, выступает эффективным инструментом аккумуляирования инвестиционных ресурсов обеспечения экономического роста, высокого качества и уровня жизни населения.

Именно стабильная банковская система должна играть главную роль в создании мирового финансового центра в России, обеспечивать финансовый

---

<sup>160</sup> <http://premier.gov.ru/events/news/13933/>

<sup>161</sup> В.В.Путин На совещании по стратегии развития банковского сектора до 2015 года

суверенитет нашей страны, эффективно трансформировать внутренние сбережения в инвестиции, перераспределять денежные ресурсы для решения экономических, социальных и политических задач.

При формировании конкурентной среды в этой сфере необходим учет ключевых особенностей национального рынка финансовых услуг:

- преобладающее положение государственных кредитных учреждений на ключевых рыночных сегментах;
- умеренное представительство международных банковских структур;
- значительное число кредитных организаций, обладающих незначительными по величине рыночными долями.

Высокое качество предоставляемых услуг по сравнению с конкурентами является одним из основных факторов формирования стратегических конкурентных преимуществ на кредитном рынке. Российским кредитным учреждениям принципиально важно быть новатором в банковском деле, создавать новые продукты и стандарты обслуживания, что обеспечивает максимально эффективное сотрудничество с клиентами.

Географическое развитие - развитие филиальных сетей кредитных учреждений обеспечивает сильные позиции на локальных рынках, - и глобальный охват откроют новые возможности для всех категорий клиентов. Основой для сохранения лидерства в банковском бизнесе являются финансовая стабильность и прибыльность; правильный подход к управлению и концентрация на устойчивом развитии (рис. 13).

Проблема повышения конкурентоспособности и рейтинга российской банковской системы сегодня становится все более актуальной, учитывая, что приток иностранного банковского капитала способствует расширению ассортимента и повышению качества услуг, внедрению международных стандартов банковской деятельности, созданию новых рабочих мест, увеличению налоговых поступлений в бюджет, привлечению инвестиций. При этом возможно усиление зависимости банковской системы и экономики России

в целом от иностранного капитала<sup>162</sup>.

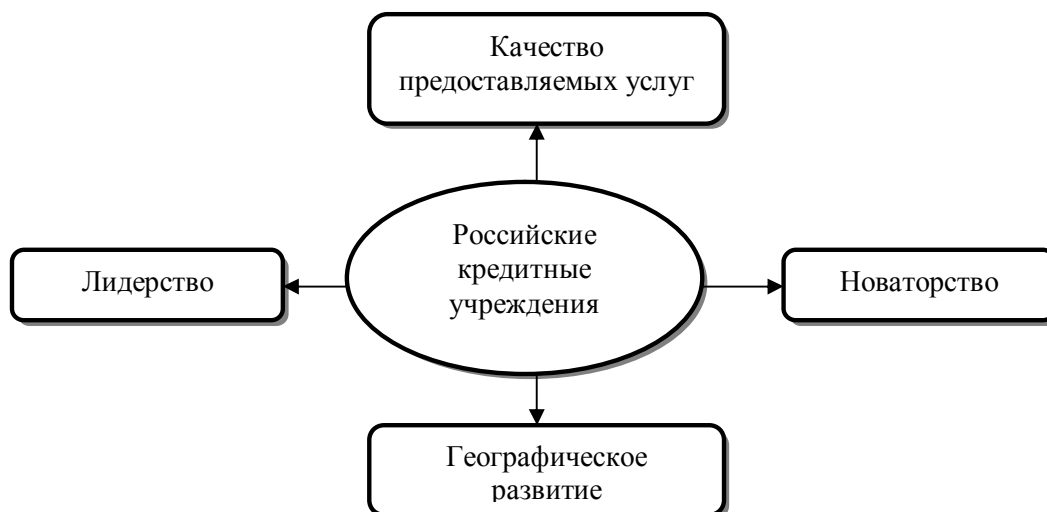


Рисунок 13. Стратегии развития российского банковского сектора<sup>163</sup>

Рейтинг банка является важным показателем. Высокий рейтинг не всегда обеспечивает высокую надежность банка. Показатели финансовой отчетности банков могут иметь искусственную природу, так как на формирование рейтинга влияет текущее положение банка на рынке, без учета будущих рисков его деятельности. Большее значение имеет понимание инвестиционной стратегии банка. Важно знать, в какие отрасли экономики направляет банк привлеченные средства, насколько диверсифицированным является его кредитный портфель, насколько эффективные механизмы используются для минимизации рисков и возвратов проблемных кредитов<sup>164</sup>.

В результате реализации стратегии развития банковского сектора за период до 2015 года, разработанной Министерством финансов России, российская банковская система должна соответствовать международным стандартам по всем основным аспектам. Определены требования к организации деятельности, качеству управления банками, состоянию конкурентной среды, учету и отчетности, рыночной дисциплине, регулированию и банковскому надзору. Правительство и Банк России выделяет качественные характеристики

<sup>162</sup> Научный журнал КубГАУ, №69(05), 2011

<sup>163</sup> Источник: Научный журнал КубГАУ, №69(05), 2011

<sup>164</sup> <http://vklad.topinwestor.ru/2011/08/rejtingi-bankov.html>

развития банковского сектора - характер и уровень предоставляемых банковских услуг, уровень конкуренции в банковском секторе, устойчивость и прозрачность кредитных организаций и количественные характеристики, подчеркивая необходимость достижения относительных показателей.

Так к 2015 году соотношение активов банковского сектора к ВВП должно быть более 90 процентов (на 1 января 2011 года это — 74,5 процента), соотношение капитала банковской системы к ВВП — 14-15 процентов (сегодня только 10,4 процента), рост кредитов нефинансовым организациям и физическим лицам до 60 процентов (сегодня 40 процентов). Темпы роста относительной доли активов к ВВП на 3-4 процента ежегодно, динамика показателей капитала к ВВП и объема кредитов к ВВП - прирост около 1 процент и 3-4 процента ежегодно<sup>165</sup>.

Важно учитывать, что темпы роста объема кредитования определяются главным образом уровнем рисков экономики страны, а не правительственными заданиями по увеличению объемов кредитов промышленности, сельскому хозяйству или малому бизнесу, и поэтому главным становится совершенствовать системы управления рисками.

Реальный прогноз кредитного портфеля на 2015 год составляет 50 процентов, прежде всего, за счет займов крупному бизнесу. Для увеличения соотношения кредитного портфеля к ВВП до 60 процентов необходимо активное кредитование малого и среднего бизнеса.

В июне 2011 года кредитная активность со стороны банковской системы продолжала возрастать. По оценке Минэкономразвития России, совокупный объем кредитов, предоставленных нефинансовым организациям и населению, увеличился по итогам месяца на 1,8 процента - до 19680 млрд. руб., в целом за январь-июнь увеличение оценивается в 8,4 процента (3,7 процента за первые шесть месяцев годом ранее). При этом кредиты и прочие размещенные средства, предоставленные нефинансовым организациям, возросли в июне, по оценке, на 1,6 процента - до 15127 млрд. рублей. В целом за первые шесть

месяцев текущего года объем кредитов нефинансовым организациям увеличился на 7,6 процента (на 3,9 процента за январь-июнь 2010 г.)<sup>166</sup>.

Наиболее значимую роль в удовлетворении спроса нефинансовых организаций на долгосрочные кредиты играют банки, контролируемые государством, и крупные частные банки. Суммарная доля данных групп банков в общем объеме таких кредитов в целом по банковскому сектору на 1.01.2011 составила 83,3 процента (на 1.01.2010 – 82,7 процента). В отраслевом разрезе наибольший удельный вес приходится на кредиты предприятиям оптовой розничной торговли (22,4 процента на 1.01.2011), а также на обрабатывающие производства (20,9 процента).

Современная банковская система России должна обеспечивать следующие возможности:

- осуществлять крупные платежи в режиме реального времени с высокой степенью надежности;
- обеспечивать высокую скорость расчетов;
- осуществлять непрерывные связанные платежи (continuous linked settlement);
- обеспечивать функционирование электронного документооборота;
- обеспечивать совместимость с национальными и международными платежными системами организационно и технологически;
- осуществлять расчеты на основе многостороннего межбанковского клиринга.

Для успешного развития банковской системы России необходимо решить проблемы:

I. по улучшению финансовых показателей:

- минимизировать негативное влияние «плохих» кредитов;
- погасить привлеченные дорогие ресурсы;

---

<sup>165</sup> Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года <http://premier.gov.ru/events/news>

<sup>166</sup> <http://www.economy.gov.ru>

- увеличить капитал (в том числе ряду банков до установленного законом минимально необходимого уровня);
- создать оптимальную структуру ресурсной базы;
- приспособиться к высокой волатильности на мировых финансовых рынках (особенно на валютном);

II. по улучшению организации работы банков:

- найти новые направления развития бизнеса и/или принять новые стратегии развития, в том числе и на региональном уровне;
- перестроить бизнес-процессы, существенно улучшить систему риск-менеджмента;
- повысить производительность труда, в том числе за счёт внедрения передовых информационных систем.

Решение этих проблем зависит от кредитного портфеля. Его динамика является ключевым показателем эффективного развития российской банковской системы (табл. 24).

Таблица 24.

Динамика основных показателей банковской системы России в период 2010-2015 гг., трлн. руб., в ценах 2010 г., на конец периода

Показатели	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Совокупные активы	29,4	31,3	38,7	44,8	52,6	60,1
Кредитный портфель	19,9	22	28,1	32,7	39,2	45,5
Собственный капитал	4,6	5,4	6	7,3	8,7	10,1
Депозиты физических лиц	7,5	8,1	9,8	11,2	13,6	15,5
Средства организаций	9,3	11	14,4	16,9	19,7	21,7
<b>Справочно: доля банковских кредитов</b>						
инвестиции в основной капитал	9,4%	9,1%	10,7%	13,3%	16%	18,3%
покупке жилья	11,9%	13,2%	18,4%	21,9%	25,5%	28%
пассивах малого и среднего бизнеса	17,8%	20,4%	23,2%	28%	30,4%	34,1%

Стабильный рост экономики России возможен при условии темпов прироста основных показателей банковской системы не менее 15% в год. При



этом необходима государственная программа по обеспечению указанных темпов роста банковской системы.

К важнейшим мерам по развитию банковской системы и кредитования в России следует отнести.

### 1. Сохранение и расширение программ рефинансирования Банка России.

Существующая система рефинансирования имеет свой недостаток. Прежде всего, это отсутствие к ней доступа определенных групп банков, что диктует необходимость в формировании значительного запаса ликвидных активов банка в ущерб развитию кредитования. В целях решения проблемы необходимо направить политику Банка России на поддержку банков всех уровней, обеспечивая кредитным организациям облегченный доступ к ресурсам Банка России.

Развитие механизмов рефинансирования кредитных организаций и расширения состава активов, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России, зависит от стандартизации банковских продуктов (активов). Например, появление и использование единых стандартов к банковским кредитам, по которым могут быть однозначно оценены риски и понятны принципы ценообразования. Соблюдаемые банками стандарты выдачи кредитов и сформированные по этим принципам портфели однородных ссуд в перспективе могут приниматься как обеспечение по предоставляемой Банком России ликвидности. Дифференцированный подход в предоставлении средств федеральным и региональным банкам повысит эффективность управления рыночными ставками.

### 2. Перестройка системы создания банками резервов на возможные потери.

К проблемам, препятствующим активизации кредитования, следует отнести высокие требования по созданию резервов по активным операциям кредитных организаций. Финансовое состояние многих потенциальных заемщиков время до сих пор не стабилизировалось. Это зависит от ограничений надзорного характера в банковской практике: чем интенсивнее заемщик

инвестирует в производство, тем больше резервов требуется создавать по подобным ссудам, для минимизации риска и, следовательно, финансовые показатели банка ухудшаются. Такая ситуация наблюдается в секторе финансирования инновационных проектов. Необходимы новые условия, реально стимулирующие инвестиционное кредитование, в интересах банков и заемщиков. Например, для малых банков, расположенных и ведущих свою деятельность вне городов федерального значения, можно снизить требования *по формированию резервов при кредитовании малых и средних предприятий.*

### 3. Развитие государственных и региональных программ по снижению кредитных рисков.

Механизмы государственных гарантий будут работать эффективно при условии побуждения к инвестициям в основные фонды. Необходимо активно внедрять в практику методы частно-государственного партнёрства. Это позволит снизить финансовые риски за счет их перераспределения, в том числе и на региональных уровнях.

*Программы поддержки малого и среднего предпринимательства* сегодня предельно актуальны, в количественном и качественном расширении. Сегодня российский малый и средний бизнес является сегментом экономики, сопряженным со значительными рисками. Поэтому крайне необходимо дальнейшее развитие государственных, региональных и местных программ поддержки малого и среднего бизнеса.

### 4. Стимулирование процессов слияний и поглощений.

Актуальной проблемой развития банковской системы России является наличие большого объема резервов на возможные потери, погашение задолженности по кредитам нерезидентов и Банка России. В целях укрепления ресурсной базы и, в особенности, увеличения собственного капитала банковской системы следует стимулировать банки к слияниям и присоединениям малых и средних региональных банков, повышение капитализации.

### 5. Повышение статуса депозитной базы банков.

Несмотря на увеличение притока вкладов населения депозитная база кредитных учреждений остается неустойчивой (рис. 14).

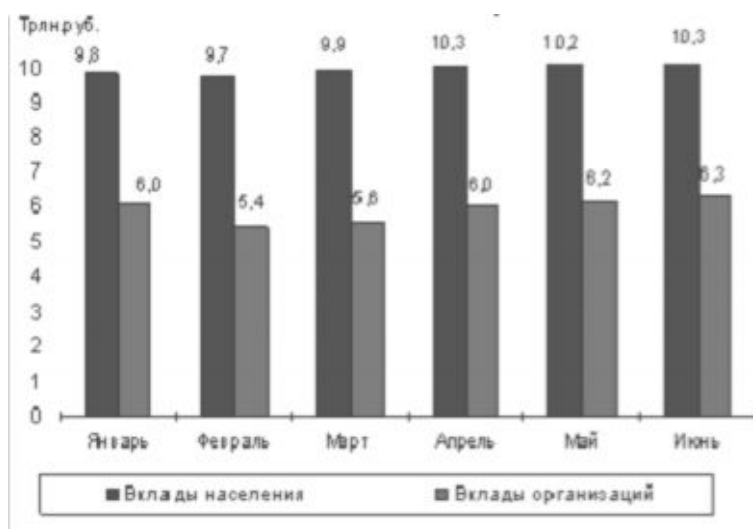


Рисунок 14. Вклады населения и организаций

Остатки средств на счетах клиентов за январь-май 2011 года увеличились на 3,7 процента (в мае – на 2,1 процента) до 21857,7 млрд. рублей, а их доля в пассивах банковского сектора выросла с 62,4 процента на 01.01.11 до 62,9 процентов на 01.06.11. Объем вкладов физических лиц за первые пять месяцев 2011 года увеличился на 4,7 процентов (в мае – на 0,5 процента) до 10280,3 млрд. рублей. Их доля в пассивах банковского сектора выросла с начала текущего года с 29,0 процентов до 29,6 процентов на 01.06.11. При этом вклады физических лиц в рублях увеличились на 6,0 процентов, в иностранной валюте – снизились на 0,9 процента. Удельный вес вкладов физических лиц, привлеченных в рублях, в общем объеме вкладов физических лиц за период с начала года вырос с 80,7 процента до 81,7 процента.

#### 6. Решение законодательных и правоприменительных проблем.

Как показал опыт кризиса, наиболее уязвимым способом обеспечения кредитных обязательств является залог. Необходим государственный учет и формирование общероссийской базы заложенных транспортных средств. Решение проблемы предполагает создание системы электронных торгов заложенным имуществом с целью обеспечения прозрачности и

информативности рынка. Важным шагом в решение проблемы является освобождение средств от продажи заложенного имущества от обложения НДС и/или введение особого порядка их обложения.

#### 7. Активизация ипотечного кредитования в России.

На рынке ипотечного кредитования текущий уровень процентных ставок по ипотечным кредитам оценивается приемлемым. При этом выделяется главная проблема - недоступные цены на жилую недвижимость для широких слоев населения России.

Проблема рефинансирования ипотечных кредитов ориентирована на эффективный механизм секьюритизации данного вида кредитных обязательств. Условия дефицита долгосрочных ресурсов в экономике страны, затрудняют развитие ипотеки. Спрос на ипотечные кредиты сократился также по причине низкой социальной ответственности банков, которые вынужденно приняли помощь государства по нейтрализации социальных последствий подобной политики.

#### 8. Совершенствование институциональной инфраструктуры кредитного рынка

В России действует эффективная сеть бюро кредитных историй. Организована работа с информацией о физических лицах. Сегодня актуальным является формирование базы данных по кредитным историям юридических лиц. Принятие Закона о регулировании деятельности по взысканию задолженности, минимизирует частные спорные ситуации в этой области знаний, создаст механизм специальной защиты прав граждан – клиентов кредитных организаций.



Рисунок 15. Объем кредитования населения

Такие высокие объемы кредитования населения и требуют создания большого объема информации и использования банками обязательных данных, которые должны поступать в кредит историю.

#### 9. Повышение роли банков на финансовом рынке

Российские банки являются не только самыми крупными игроками на финансовом рынке среди субъектов экономики страны, но и крупными эмитентами. С целью снижения кредитных рисков кредитные учреждения начали увеличивать объемы вложений в долговые ценные бумаги российских компаний, в том числе не имеющие рейтинговых оценок. Всего с начала 2011 года на долговой рынок вышли 85 эмитентов. При этом более половины объема всех размещений в I полугодии приходится на 10 наиболее активных компаний. Крупнейшими из них являются ОПК «ОБОРОНПРОМ», ЕвразХолдинг Финанс, «РусГидро», ВЭБ-Лизинг, «Кузбассэнерго-Финанс», Мечел (табл. 25).

Таблица 25.

Эмитенты по объему выпусков облигаций в I полугодии 2011 года, млрд.  
рублей

Эмитент	Объем эмиссии (млрд. руб.)	Ставка купона, процент
ОПК «ОБОРОНПРОМ»	21,1	8,00
ЕвразХолдинг Финанс	20,0	8,00
РусГидро	20,0	8,40
ВЭБ-лизинг	15,0	7,50; 8,60
Кузбассэнерго-Финанс	15,0	8,05; 8,70
Мечел	15,0	8,40
РУСАЛ Братск	15,0	8,50
АИЖК	13,0	7,7; 8
Теле2-Санкт-Петербург	13,0	8,40
НК Альянс	12,0	8,85

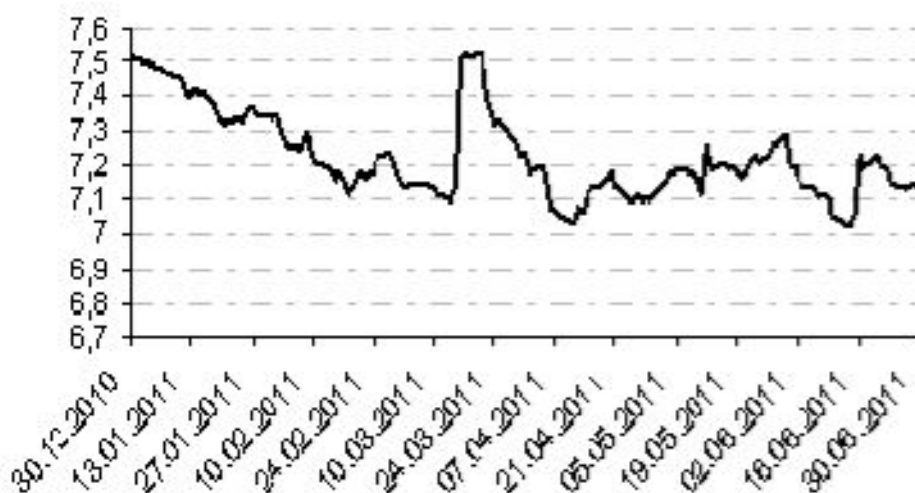


Рисунок 16. Средневзвешенная доходность (эфф.) корпоративных облигаций в 1 полугодии 2011 года

Купонная доходность по облигациям крупнейших эмитентов составляла от 7,5 процентов годовых по десятилетним облигациям ВЭБ-лизинга до 8,85 процентов годовых по десятилетним облигациям НК-Альянс. Увеличение сроков заимствования на российском долговом рынке становится тенденцией, которая наблюдалась и в 2010 году, и продолжает усиливаться в 2011 году. Это свидетельствует о том, что для самых крупных и надежных заемщиков

появилась возможность привлечь долгосрочное финансирование на внутреннем рынке по ставкам, сопоставимым со ставкой рефинансирования (8,25%) и несколько ниже уровня инфляции (9,4% июнь 2011 года к июню 2010 года).

Банковская система Российской Федерации является совокупностью национальных банков и многих других кредитных учреждений, действующих на основании единого кредитно-финансового механизма: кредитные организации и ЦБ Российской Федерации (Банк России). Функциональные возможности банков определяют их высокую значимость в обеспечении финансовой стабильности и перспектив развития не только российской экономики, но и российского финансового рынка.

#### 10. Переход к интенсивной модели развития банковского сектора

Приоритетной задачей Правительства Российской Федерации, Банка России и банковского сообщества является переход к интенсивной модели развития банковского сектора, характерными признаками которой являются: высокий уровень конкуренции; предоставление разнообразных и современных банковских услуг населению и организациям; уровень капитализации банковского сектора, соответствующий задачам развития, повышения конкурентоспособности и эффективности банковского бизнеса; развитые системы корпоративного управления и управления рисками; высокая степень прозрачности и рыночной дисциплины кредитных организаций и иных участников рынка; ответственность руководителей, членов советов директоров (наблюдательных советов) и владельцев банков за достоверность публикуемой и представляемой в органы контроля и надзора информации.

Интенсивная модель развития требует от кредитных организаций существенного расширения инвестиций в передовые банковские технологии и банковские продукты, в развитие современных финансовых инструментов<sup>167</sup>.

Важным вкладом в реализацию стратегии являются меры по развитию банковского обслуживания нефинансового сектора экономики и населения. Это работа, направленная на обеспечение защиты прав банков как кредиторов,

стимулирование более ответственного поведения заемщиков, в том числе по совершенствованию залогового законодательства Российской Федерации.

#### 11. Развитие системы кредитования малого и среднего бизнеса

возможно при условии повышения эффективности использования ресурсов, выделяемых по государственным программам через государственные институты (банки) развития. Необходима поддержка банками субъектов малого и среднего бизнеса институтами развития через систему банков-партнеров, лизинговые и факторинговые компании, микрофинансовые организации.

Все кредиты малому и среднему бизнесу классифицируются *на кредиты, носящие инвестиционный характер, т.е. создающие новую инвестиционную стоимость (кредиты на строительство, кредиты на покупку автомобилей, оборудования) и кредиты на пополнение оборотных средств, не создающие инвестиционную стоимость*<sup>168</sup>.

Конкуренция между банками на рынке кредитования на пополнение оборотных средств малых и средних предприятий крайне агрессивная и результатом ее является присутствие большого количества банков и достаточно плотное распределение рынка между ними. Можно проследить и противоположную тенденцию, когда отдельные банки сокращают эти операции из-за высоких рисков и доли просроченных платежей.

В лидирующих банках кредитование по кредитам МБ также носило проблемный характер. Невозврат, даже одного крупного кредита может существенно ухудшить позиции финансового учреждения, поскольку к убыткам от самого невозврата добавляются убытки, связанные с необходимостью формирования резерва.

За период январь-май 2011 г. суммарная задолженность организаций составила 39,1 трлн. рублей, что на 16,3 процента выше уровня соответствующего периода предыдущего года. Суммарная просроченная задолженность в январе-мае 2011 г. составила 1,2 трлн. рублей, что на 10,6

---

<sup>167</sup> Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года <http://premier.gov.ru/events/news>



процента выше уровня за аналогичный период 2010 г.

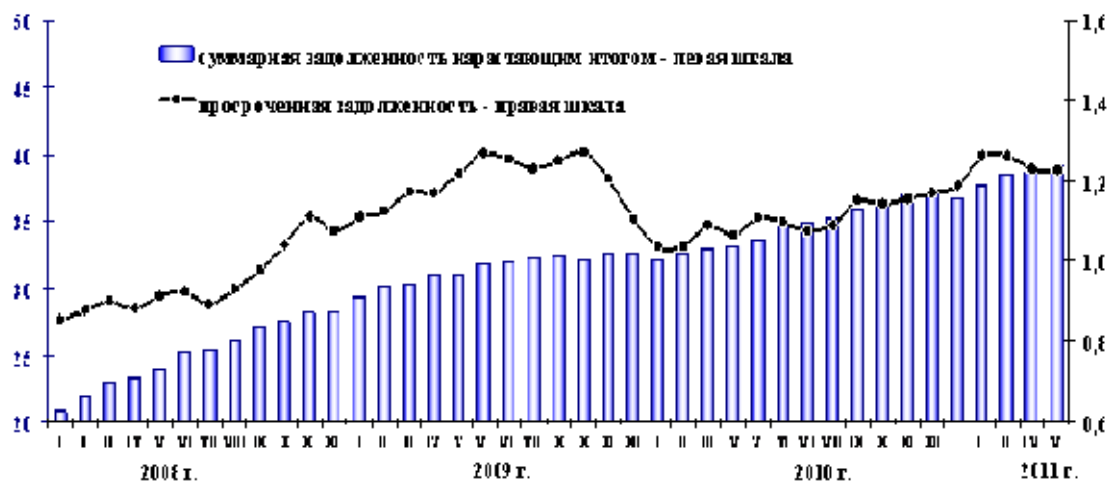


Рисунок 17. Суммарная задолженность предприятий на конец периода, трлн. рублей<sup>169</sup>

Кредиторская задолженность, увеличившись за период с января по май 2011 г. на 22,2 процента по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года, составила 19,1 трлн. рублей, что говорит о восстановлении хозяйственной активности деятельности предприятий. В январе-мае 2011 г. просроченная кредиторская задолженность увеличилась на 10,6 процента и составила 1076,4 млрд. рублей. За период с января по июнь 2011 г. продолжилась тенденция сокращения просроченной задолженности по заработной плате. По состоянию на 1 июля 2011 г., она составила 2,6 млрд. рублей, что на 5,3 процента ниже показателя за аналогичный период 2010 года<sup>170</sup>.

## 12. Влияние капитализации на устойчивость банковской системы

Капитализация - один из параметров, по которым оценивают надежность и «солидность» банка. Понятно, что чем больше значение показателя капитализации, тем банк крупнее, при этом важно обратить внимание на

<sup>168</sup> Кредитование как важнейший фактор развития малого бизнеса в России. Под ред. Н.Э. Соколинской, Л.М. Куприяновой. Монография/коллектив авторов; М.: КНОРУС, 2011

<sup>169</sup> <http://www.estimation.ru/ru/analytics/2011/08/26-5/>

<sup>170</sup> там же

рейтинг его надежность. Капитализация повышает рыночный рейтинг кредитных организаций, обеспечивая их инвестиционную привлекательность, чем достигается необходимый уровень конкурентоспособности. Вопрос оценки капитализации коммерческих банков имеет важное значение для развития российской банковской системы.

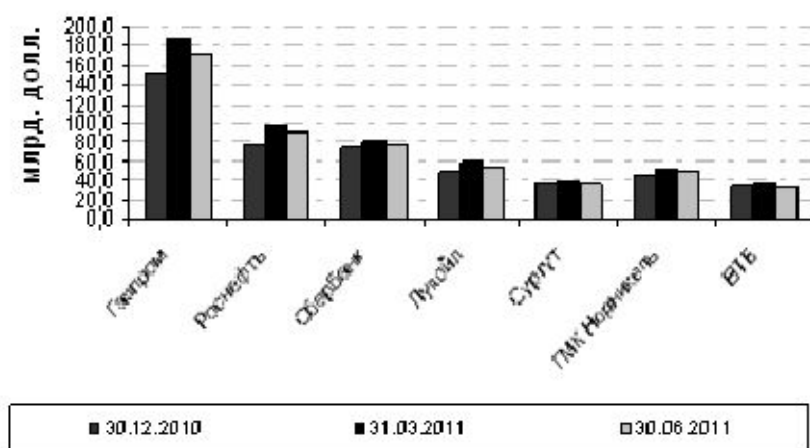


Рисунок 18. Капитализация крупнейших российских эмитентов<sup>171</sup>

Так по итогам I полугодия 2011 года на первом месте по капитализации находится ОАО «Газпром» (172,79 млрд. долларов США), на втором месте – Роснефть (89,34 млрд. долларов США.), на третьем – Сбербанк (77,26 млрд. долларов США).

Во II квартале 2011 года капитализация снизилась по сравнению с I кварталом 2011 года. Наибольшее падение капитализации наблюдалось у Лукойла (минус 10,5 процента), наименьшее – у ГМК «Норникель» (минус 1,4 процента). Тем не менее, по итогам января-июня текущего года капитализация почти всех крупнейших компаний выросла, при этом наибольший рост капитализации наблюдался у Роснефти (+17,2 процента), снижение капитализации произошло только у банка ВТБ (минус 7,2 процента). На рынке слияний и поглощений с участием российских компаний по итогам января-мая 2011 года состоялось 213 сделок на общую сумму 36,13 млрд. долл. США. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года число сделок увеличилось

на 23,8 процента, а сумма сделок (с учетом курсовых разниц) - на 36,4 процента. Это свидетельствует о дальнейшем восстановлении российского рынка M&A после кризиса<sup>172</sup>.

Реальная оценка достаточности капитала стимулирует рост капитализации, позволяя повысить привлекательность кредитных организаций для вкладчиков и кредиторов, расширить их ресурсную базу, что улучшает инвестиционный климат в стране. Капитализацию коммерческих банков можно назвать одним из основных факторов обеспечения роста российской экономики.

Разработка методологического аппарата оценки инвестиционно–кредитного потенциала исходит из того, что банк в любой момент времени должен знать, какова величина его ресурсов, способных быть размещенными в долгосрочные кредиты и инвестиции<sup>173</sup>. Поэтому важность разработки эффективной методики оценки инвестиционно–кредитного потенциала сложно переоценить.

Настоящий период развития национальной экономики характеризуется острой потребностью хозяйствующих субъектов в долгосрочных банковских инвестициях и кредитах. Одной из причин создавшейся ситуации является изношенность основных фондов предприятий реального сектора экономики, необходимость строительства новых производств, восстановление таких секторов национальной экономики как сельское хозяйство, легкая промышленность, тяжелое машиностроение.

По оценкам специалистов Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, потребности реального сектора в инвестиционных кредитах составят в 2011г. 28,6% ВВП, а в 2012 г. 29,4% ВВП

---

<sup>171</sup> Источник: «Эксперт РА»

<sup>172</sup> Источник: «Эксперт РА»

<sup>173</sup> Васильев О. В., заместитель директора высшей школы современных социальных наук по учебно-организационной работе МГУ имени М.В.Ломоносова

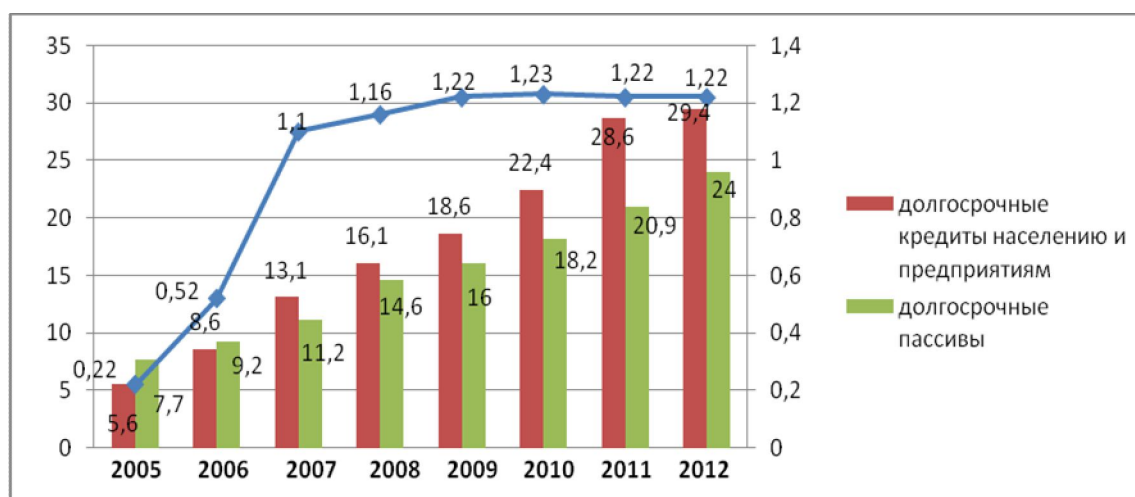


Рисунок 19 – Потребности национальной экономики в долгосрочных инвестиционных кредитах

Авторы В.А.Улюкаев и О. Данилова<sup>174</sup> в своей работе проводят более подробное исследование и указывают на такие потребности национальной экономики в долгосрочных инвестициях: в 2015 году 25 876 млрд.. руб., в 2020 г. - 53 588 млрд.. руб., в 2025 г. - 79 535 млрд..руб., в то время как на 01.01.2011г. объем размещенных банковских кредитов составил 2 695 млрд.. руб..

Анализ показал анализ, недостаточность ресурсной базы российских банков, которая определяет их инвестиционно–кредитный потенциал, не позволяет удовлетворить потребности экономики в долгосрочном финансировании. Так, специалисты Центра прогнозируют, что для удовлетворения хозяйствующих субъектов в долгосрочных инвестициях, потребности банков в долгосрочных пассивах в 2011г. составят 20,9% ВВП, а в 2012г. - 24% ВВП. Таким образом, можно рассчитать, что ресурсная база банков в 2011 г. будет недостаточна для выполнения банками функций финансовых доноров на 1,22% ВВП.

Отсюда актуализируется вопрос необходимости формирования устойчивого инвестиционно–кредитного потенциала отечественных банков путем разработки стратегии их развития с учетом всех возможных факторов,

<sup>174</sup> Улюкаев А.В., О.Данилова. Внешний долг банков как источник финансирования инвестиционной стратегии России: риски и механизмы регулирования//Деньги и кредит.-2009.-№5.С.14-23

критериев и методов управления. На рис.20 представлена модель устойчивого развития инвестиционно– кредитного потенциала, где учтены цели, факторы, показатели и критерии, которые при правильном практическом использовании позволят банкам удовлетворять инвестиционные потребности национальной экономики в полном объеме.



Рисунок 20. Модель формирования устойчивого инвестиционно– кредитного потенциала коммерческого банка.

Как указано во втором контуре модели формирования устойчивого инвестиционно–кредитного потенциала коммерческого банка, одним из обязательных этапов является оценка, где среди методов указаны коэффициентный и факторный.

В этой связи становится необходимым разработать методологический аппарат оценки ресурсов банка, который позволит сделать выводы о качестве инвестиционно–кредитного потенциала.

Для этого необходимо иметь характеристики всех видов банковских ресурсов, так и результирующие (системные) характеристики. Таким образом, методология оценки кредитного потенциала банка должна включать как различные методы анализа банковских ресурсов, так и показатели, позволяющие оценить кредитный потенциал в целом.

К показателям, характеризующим банковские ресурсы, относятся:

- размер норматива обязательного резервирования;
- размер коэффициента усреднения норматива обязательного резервирования;
- размер собственного капитала банка;
- размер собственных средств-нетто;
- размер привлеченных ресурсов;
- размер стабильной части привлеченных ресурсов;
- размеры лимита первичного и вторичного резерва ликвидности.

В настоящее время в теории банковского дела отдельные методы анализа банковских ресурсов достаточно хорошо разработаны<sup>175 176 177 178 179 180 181 182 183 184 185</sup>.

---

<sup>175</sup> Кудрявцева И.Ю. Анализ деятельности банков [Текст] : учебное пособие / И. Ю. Кудрявцева ; М-во образования и науки Российской Федерации, Гос. образовательное учреждение высш. проф. образования "Челябинский гос. ун-т", Ин-т заочного и дистанционного обучения. Челябинск: Изд-во Челябинского гос. ун-та, 2010

<sup>176</sup> Банковское дело: управление и технологии /Под ред. А.М. Тавасиева. М.: ЮНИТИ. 2009. С. 143

<sup>177</sup> Черкасов В.Е. Финансовый анализ в коммерческом банке. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 256 с.

<sup>178</sup> Ключников М.В. Экономико-статистический анализ структуры и динамики показателей активных и пассивных операций коммерческого банка // Финансы и кредит. – 2003. – №1. – С.18-23.

<sup>179</sup> Шеремет А.Д. Финансовый анализ в коммерческом банке/ А.Д. Шеремет, Г.Н. Щербакова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 254 с

<sup>180</sup> . Комплексный анализ финансово-экономических результатов деятельности банка и его филиалов / Л.Т. Гиляровская, С.Н. Паневина. – СПб.: Питер, 2003. – с. 105.

Можно выделить три метода анализа банковских ресурсов: метод структурного анализа, метод группировок и коэффициентный метод.

Наиболее распространенным и широко используемым отечественными банками является метод структурного анализа. Это вполне объяснимо, учитывая, что структурный анализ позволяет сопоставить, сравнить и оценить абсолютные и относительные значения отдельных видов ресурсов за определенный период времени. Метод сравнительного анализа включает в себя количественный и качественный анализ собственных и привлеченных ресурсов банка.

На уровень инвестиционно-кредитного потенциала, как было отмечено ранее, влияют макроэкономические показатели развития финансовой системы, а именно состояние денежного, фондового и кредитного рынка, механизм обязательного резервирования. Проведем оценку и анализ развития российской банковской системы в условиях влияния глобального финансового кризиса, в качестве оценки развития возьмем период развития коммерческих банков 1998, 2004-2009 гг.

Первоначально необходимо определить количество кредитных организаций, которые работали на российском рынке банковских услуг в разные периоды времени, данные представлены на рис. 21.

---

<sup>181</sup> Герасимова Е.Б. Анализ банковских ресурсов методом коэффициентов // Финансы и кредит. – 2003. – №4. – С. 22-25.

<sup>182</sup> Мануйленко В.В. Практика оценки достаточности собственного капитала в российских кредитных организациях: проблемы и перспективы развития // Финансы и кредит. – 2010. – №11. – С.15-21.

<sup>183</sup> Ключников М.В. Экономико-статистический анализ структуры и динамики показателей активных и пассивных операций коммерческого банка // Финансы и кредит. – 2003. – №1. – С.18-23.

<sup>184</sup> Хашиева Л.Х-М. Методы управления привлеченными ресурсами коммерческого банка: классификация, характеристика и основные тенденции развития // Финансы и кредит. – 2005. – №28. – С. 28-37.

<sup>185</sup> Хашиева Л. Х-М. Основы построения методики анализа привлеченных ресурсов банка // Финансы и кредит. – 2005. – №12. – С. 48-51.

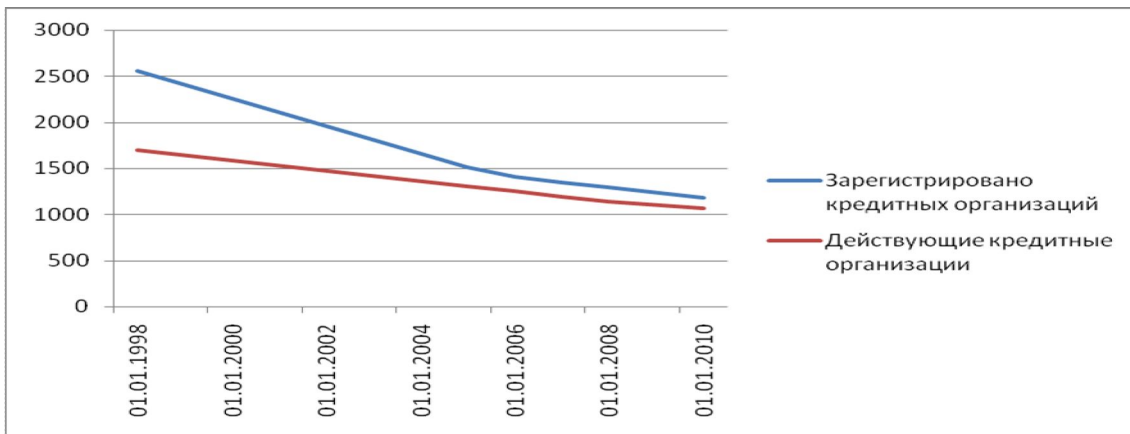


Рисунок 21. Количественные характеристики кредитных организаций в России<sup>186</sup>

Как видно из полученных данных, наблюдается тенденция снижения количества зарегистрированных кредитных организаций на территории Российской Федерации. Так если на 01.01.1998 года количество зарегистрированных организаций составляло 2552, из которых 1697 было действующих, т.е. 66,50 % от количества зарегистрированных, то по состоянию на 01.12.2009 года количество зарегистрированных организаций составило 1 184, а действующих 90,03 %, что положительно характеризует институциональную среду банковской системы. Показатели институциональной среды не раскрывают количественные показатели развития банковской системы, поэтому в таблице 26 приведены макроэкономические показатели развития банковского сектора Российской Федерации.

<sup>186</sup> Данные Центрального банка Российской Федерации. [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)



Таблица 26.

Макроэкономические показатели развития финансовой системы РФ<sup>187</sup>

Показатель		2006	2007	2008	2009	2010
1.	Совокупные активы (пассивы) банковского сектора (млрд.. руб.) в % к ВВП	9696,2 44,9	13963,5 51,9	20125,1 60,5	28022,3 67,6	29430,0 75,3
2.	Собственные средства (капитал) банковского сектора, млрд.. руб.. в % к ВВП в % к активам банковского сектора	1241,8 5,7 12,8	1692,7 6,3 12,1	2671,5 8,0 13,3	3811,1 9,2 13,6	4620,6 11,8 15,7
3.	Кредиты и прочие размещенные средства, предоставленные нефинансовым организациям и физическим лицам, включая просроченную задолженность (млрд.. руб.) в % к ВВП в % к активам банковского сектора в том числе: кредиты и прочие средства, предоставленные физическим лицам, включая просроченную задолженность (млрд.. руб.) в % к ВВП в % к активам банковского сектора в % к денежным доходам населения	5452,9 25,2 56,2 1055,8 4,9 10,9 7,6	8030,5 29,8 57,5 1882,7 7,0 13,5 10,9	12287,1 37,0 61,1 2971,1 8,9 14,8 13,9	16526,9 39,9 59,0 4017,2 9,7 14,3 15,9	16115,5 41,2 54,8 3573,8 9,1 12,1 12,5
3.1.	Кредиты банков в инвестициях организаций всех форм собственности в основной капитал (без субъектов малого предпринимательства) (млрд.. руб.) в % к инвестициям организаций всех форм собственности в основной капитал (без субъектов малого предпринимательства)	235,6 8,1	364,2 9,6	543,6 10,4	694,1 11,1	544,3 9,4
4.	Ценные бумаги, приобретенные кредитными организациями (млрд.. руб.) <sup>1</sup> в % к ВВП в % к активам банковского сектора	1400,1 6,5 14,4	1745,4 6,5 12,5	2250,6 6,8 11,2	2365,2 5,7 8,4	4309,4 11,0 14,6
5.	Вклады физических лиц (млрд.. руб.) в % к ВВП в % к пассивам банковского сектора в % к денежным доходам населения	2761,2 12,8 28,5 20,0	3809,7 14,2 27,3 22,0	5159,2 15,5 25,6 24,2	5907,0 14,3 21,1 23,4	7485,0 19,1 25,4 26,3
6.	Средства, привлеченные от организаций (млрд.. руб.) <sup>188</sup> в % к ВВП в % к пассивам банковского сектора	3138,9 14,5 32,4	4790,3 17,8 34,3	7053,1 21,2 35,0	8774,6 21,2 31,3	9557,2 24,4 32,5
Справочно:						
Показатель, млрд.. руб..		2006	2007	2008	2009	2010
Валовой внутренний продукт (ВВП)		21 609,8	26 917,2	33 247,5	41 428,6	39 100,7
Инвестиции организаций всех форм собственности в основной капитал (без субъектов малого предпринимательства)		2 893,2	3 809,0	5 214,0	6 272,1	5 769,8
Денежные доходы населения		13 819,0	17 290,1	21 311,4	25 235,0	28 502,0

<sup>187</sup> Данные Центрального банка Российской Федерации. www.cbr.ru<sup>188</sup> Включая депозиты, средства государственных и других внебюджетных фондов, Минфина России, финансовых органов, физических лиц-индивидуальных предпринимателей, клиентов по факторинговому, форфейтинговому операциям, депозитные сертификаты, средства в расчетах, средства, списанные со счетов клиентов, но не проведенные по корреспондентскому счету кредитной организации; без учета средств, привлеченных от кредитных организаций.

Анализ данных таблицы позволяет сделать выводы о позитивной динамике развития отечественной банковской системы. Собственный капитал, формирующий ресурсную базу банков и являющийся регулирующим показателем для осуществления банковской деятельности имеет тенденцию к росту: в 2010 г. величина собственных средств составила 4 620,6 млрд. руб., темпы прироста по сравнению с 2008 г. составили 72,9%.

Рассматривая структуру собственного капитала и определяя причины его роста, можно сказать следующее (табл. 27).

Таблица 27.

Структурно – динамический анализ собственного капитала банков России

Статьи собственного капитала	01.01.2010г.		01.01.2011г.		Изменения	
	Млн.. руб..	Доля в пассивах банков	Млн.. руб..	Доля в пассивах банков	Абсолютное (млн.. руб.)	Относит (%)
Акционерный капитал	3 315 601	12,9	3 751 096	12,3	435 494	13,13
Фонды банков	2 155 802	8,39	2 292 037	7,52	136 235	6,32
Нераспределенная прибыль отчетного периода	36 991	0,14	516 264	1,69	479 273	1 295,64
Нераспределенная прибыль прошлого периода	1 159 799	4,51	1 459 059	4,79	299 259	25,8
Справочно* Итого пассивов	25 690 726	100	30 470 037	100	4 799 311	16,6

Анализ показал, что в 2009 – 2010гг. (данные на 01.01.2010 – 01.01.2011гг.) основную долю в структуре собственного капитала занимал акционерный капитал, что позволяет сделать вывод о том, что российские банки не имеют собственного сформированных источников рекапитализации прибыли. Данный источник собственного капитала в период 2010 г. претерпел некоторые изменения, увеличившись на 13,13%. Однако исследования темпов прироста собственного капитала банков России, позволяют судить о том, что именно увеличение нераспределенной прибыли, составляющей третью часть собственного капитала, позволило банкам существенно нарастить объемы капитала.

Следует отметить, что, несмотря на кризисные явления 2008г. абсолютная величина собственного капитала продолжала увеличиваться, при этом и

удельные веса собственного капитала в активах российских банков и в ВВП РФ также росли (рис.22).

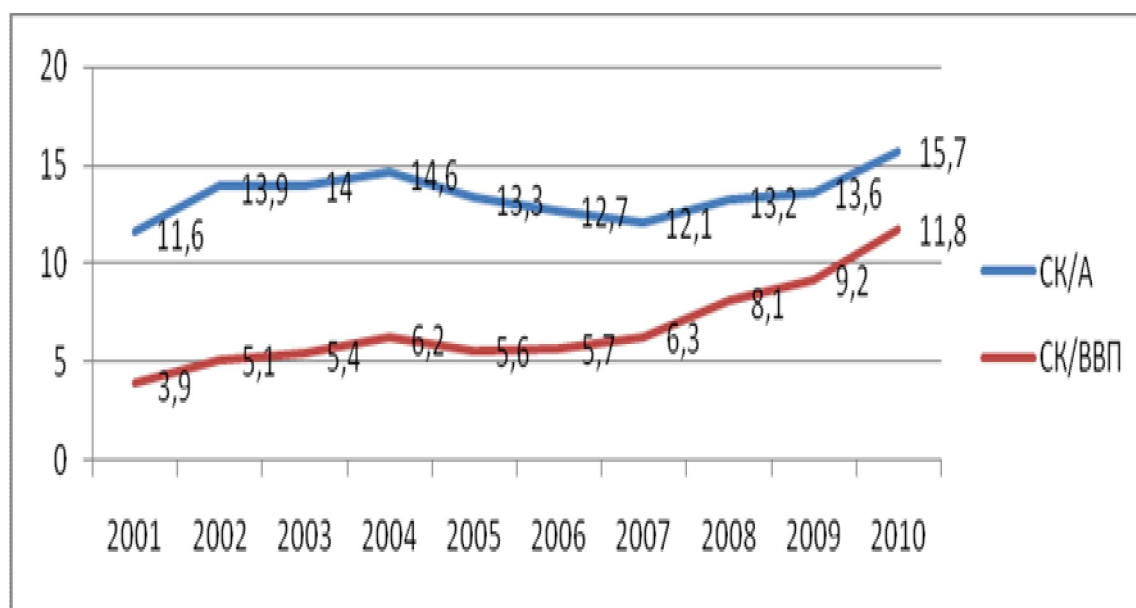


Рисунок 22. Динамика доля собственного капитала российских банков в ВВП и совокупных активах.

Анализируя данные, можно сказать, что в 2009 г. доля собственного капитала в активах снизилась по сравнению с 2004 г. до величины 13,6% и лишь к концу 2010 г. банки увеличили данное соотношение до 15,7% (рис. 2.2). Но, несмотря на это, доля банковского капитала в ВВП росла, что позитивно характеризует деятельность банковского сектора. Данная метаморфоза объясняется тем, что банки наращивали объемы активов более высокими темпами, чем увеличивался объем ВВП России.

Величина совокупных активов банков также росла, при этом следует отметить, что темпы их прироста снижались, начиная с 2009г. Так, если прирост активов в период 2007-2008 гг. составил 44,6%, то в 2009-2010гг. лишь 5%. Данный факт объясняется финансовыми проблемами, с которыми столкнулись банки при формировании ресурсной базы: а) отзыв вкладов населением в 2008-2009 годах; б) проблемы производства и реализации продукции на предприятиях, что привело к снижению объемов средств на расчетных счетах; в) нестабильность на межбанковском рынке, которая повлекла уход с рынка части банков, что привело к снижению объемов

межбанковского кредитования; г) трудности в получении иностранных кредитных займов, которые составляли значительную долю пассивов для крупных банков.

Доля размещенных банковских средств в объеме инвестиций организаций и предприятий в основной капитал также увеличилась с 8,1% в 2006 г. до 9,4% в 2010 г. Однако в целом является низкой по сравнению с банковскими системами экономически развитых стран.

Банковские инвестиции в ценные бумаги имели тенденцию к росту, несмотря на кризис фондового рынка 2008 г. Так в 2010 г. данные вложения банков увеличились на 207 % по сравнению с 2006 г., кроме того удельный вес таких инвестиций в совокупных активах составил 14,6 %. Единственный период резкого снижения такого рода размещений – 2008-2009гг, когда индексы фондового рынка резко снизились.

Особенного внимания заслуживают привлечения от физических лиц, объем которых в 2010 г. вырос до величины 7 485,0 млрд. руб., их доля в пассивах банков достигла 25,4 %. Несмотря на активный рост данного вида привлечений, доля средств юридических лиц в структуре пассивов занимает 32,5 %. Однако следует отметить, что если в период кризисных и посткризисных явлений средства населения лишь увеличивались, то ресурсы корпоративного сектора с 2008 г. начали снижаться в 35,0 % до 31,3% в 2009 г.

Исследуя причины выявленных тенденций в развитии банковского сектора России, можно указать следующие: состояние денежного, фондового и кредитного рынка; уровень обязательных резервов и режим пользования обязательными резервами.

Основной вклад в динамику совокупного объема рыночных ресурсов в рассматриваемый период внес, как и прежде, рынок акций. Капитализация рынка акций на конец первого полугодия 2009 г., по оценке, достигла 42% ВВП, задолженность нефинансового сектора по банковским кредитам составила 41% ВВП, а объем находящихся в обращении долговых ценных бумаг — 20% ВВП.

Если состояние денежного и фондового рынка непосредственно влияет на инвестиционно-кредитный потенциал, то кредитный рынок воздействует на него косвенно: ресурсы, привлекаемые через МБК и кредиты центрального банка, идут на формирование резерва ликвидности, сокращая потребности банка в ликвидных активах и увеличивая тем самым кредитный потенциал.

Состояние сектора домохозяйств сделало возможным привлечение средств населения банками. Важным вопросом в процессе анализа привлечений от физических лиц является исследование инвестиционного потенциала населения. Инвестиционный потенциал населения представляет собой возможность и желание населения совершать сбережения и инвестировать накопленные средства. Анализируя различные подходы к определению экономической сущности сбережений населения, и их взаимосвязи с инвестиционным процессом, можно сделать вывод, что они представляют собой часть дохода, остающуюся после осуществления потребительских расходов, которая в целях защиты от инфляции или получения дохода может быть включена в инвестиционный процесс.

Исследуя долю средств, которая направляется населением в банковские депозиты, можно сказать, что по сравнению с различными странами Россия занимает второе место, и это позволяет судить о важности данного источника для капитализации средств населения (табл.28).

Таблица 28.

Сравнение доли банковских сбережений в доходах населения

Страна	2006	2007	2008	2009	2010
Россия	14,6	12,6	12,9	13,3	12,1
Великобритания	-0,1	0,4	-1,7	-1,3	-2,9
Канада	2,7	3,2	2,2	3,6	2,6
Германия	10,3	10,4	10,5	10,5	10,8
США	3,8	3,4	1,5	2,5	1,7
Франция	12,5	12,4	11,4	11,4	12,0

В течение рассматриваемого периода норма сбережения населения России

в разные годы колебалась от 14,6% до 12,1%. В США в 2007 г. норма сбережения домохозяйств достигла минимального уровня с момента окончания Второй мировой войны (1,5%), что до недавнего времени компенсировалось притоком иностранных инвестиций. В Великобритании расходы населения стабильно превышали его доходы, что нашло свое отражение не только в отрицательной норме сбережения, но и её значительном снижении до уровня - 2,9% в 2010 г. В странах континентальной Европы – Германии и Франции - отмечается более высокий уровень нормы сбережения, причем в Германии имеет место тенденция её роста. Склонность населения к сбережению в этих странах примерно соответствует российскому уровню нормы сбережения (12,1%), но значительно отстает от её уровня в Китае.

Анализ мотивационных теорий сбережения показал, что доход не является единственным фактором, влияющим на сберегательную активность, и наряду с ним выделяются ряд социальных, экономических, демографических и политических факторов, которые предложено разделить на три группы.

К первой группе в работе отнесены факторы, характеризующие источник сбережений: уровень доходов населения; структура доходов населения, регулярность, стабильность и своевременность их получения; формы оплаты труда.

Ко второй группе следует отнести факторы, оказывающие воздействие на формирование процесса потребления и соотношения пропорций потребления и сбережения: возрастную и социальную структуру населения; уровень развития государственной и социальной поддержки; региональный фактор.

В последнюю – третью группу, включаются факторы, влияющие непосредственно на структуру формируемых сбережений и их инвестиционный потенциал. К ним следует отнести такие характеристики развития рынка сбережений, как наличие различных форм вложения средств, доходность от осуществления сбережений.

Таким образом, можно найти связь между инвестиционным потенциалом населения и инвестиционно–кредитным потенциалом банка: чем выше

инвестиционный потенциал населения, тем выше инвестиционно-кредитный потенциал банка.

Однако сложившуюся структуру с точки зрения воздействия на инвестиционно-кредитный потенциал коммерческих банков нельзя назвать эффективной: значительный объем индивидуальных сбережений сосредоточен вне банковского сектора (по разным оценкам на руках у населения находится 20 – 40 млрд. долл.); В результате можно сделать вывод о том, что депозиты населения играют роль в формировании ресурсной базы банков, однако в структуре пассивов они занимают долю меньше, чем средства юридических лиц.

Для более объективной оценки состояния банковского сектора, необходимо рассмотреть доходоприносящие операции российских банков: кредитные и инвестиционные.

Рост кредитов, начавшийся с апреля 2010 года, был связан с посткризисным восстановлением экономики и деловой активности бизнеса. По оценкам специалистов, значительная часть прироста была связана с ростом спроса со стороны энергетиков и так называемых прочих секторов - это могли быть финансовые компании или организации, представляющие неосновные сектора экономики.

Следует указать, что рост кредитных портфелей банков осуществлялся на фоне повышения кредитных ставок, что, с одной стороны, увеличивало доходность банковских операций, а, с другой стороны, увеличивало кредитное бремя заемщиков (рис.23).

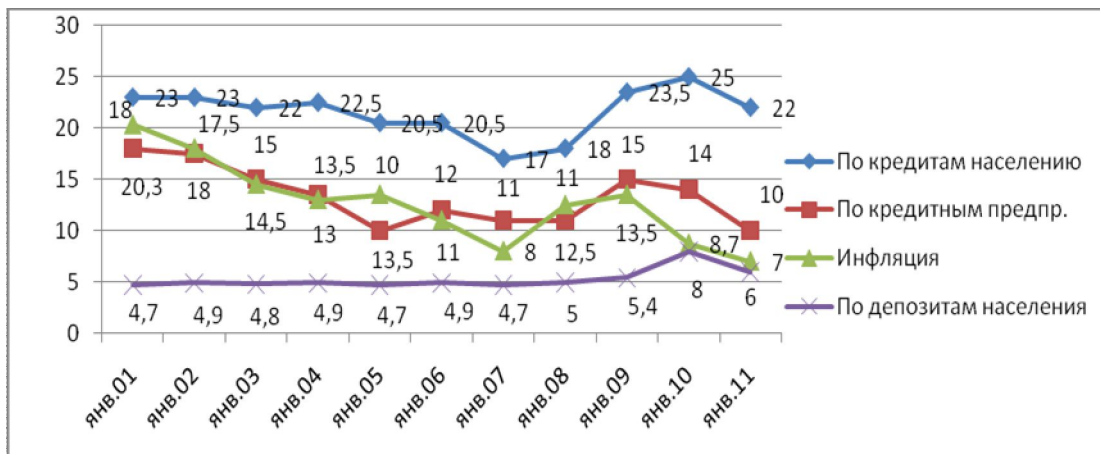


Рисунок 23. Динамика ставок привлечения и размещения банковских ресурсов.

Обращает внимание тот факт, что за последние два года изменилась структура кредитного портфеля по срокам: если на середину 2008 года кредиты свыше трех лет составляли 21%, а свыше года - 37%, то через год эти показатели были 24% и 41%, в настоящее время они равны соответственно 26% и 42%. Банки реструктуризировали значительную часть кредитного портфеля на длительные сроки, поэтому ежемесячный объем погашения кредитов снизился (рис.24). Анализ показал, что в 2010 г. доля краткосрочных (до 1 года) кредитов составила чуть более 30% , снизившись на 23 п.п. по сравнению с 2007 г. Две трети кредитов представлено нефинансовому сектору на срок более 1 года, что позитивно характеризует выполнение банками функций инвестиционных доноров.



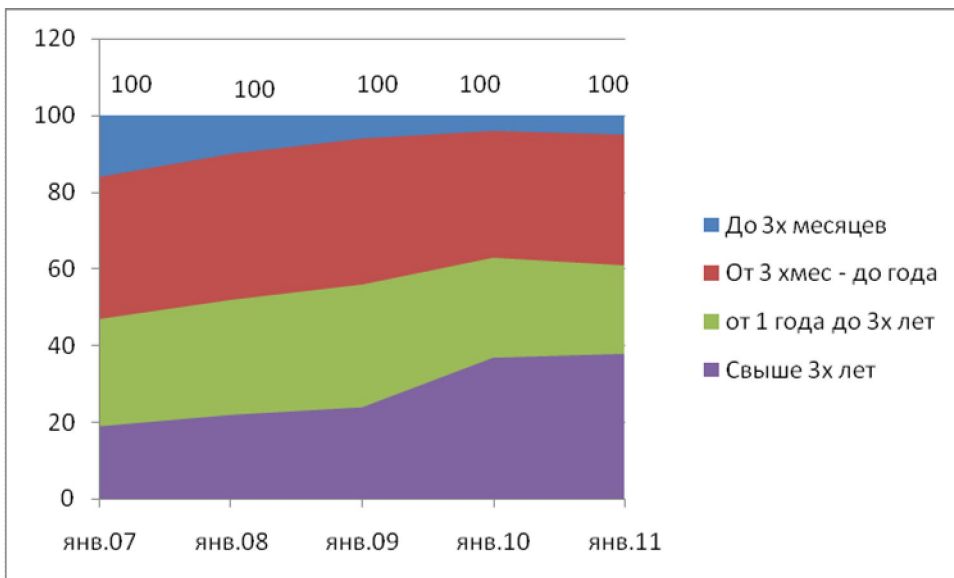


Рисунок 24. Динамика доли кредитов по сроку в кредитном портфеле банков России, %.

Доля кредитов сроком более 3 лет сохранилась в 2010г. на уровне 2009г. Однако абсолютная величина инвестиционных кредитов имела тенденцию к повышению, что представлено на рис.25

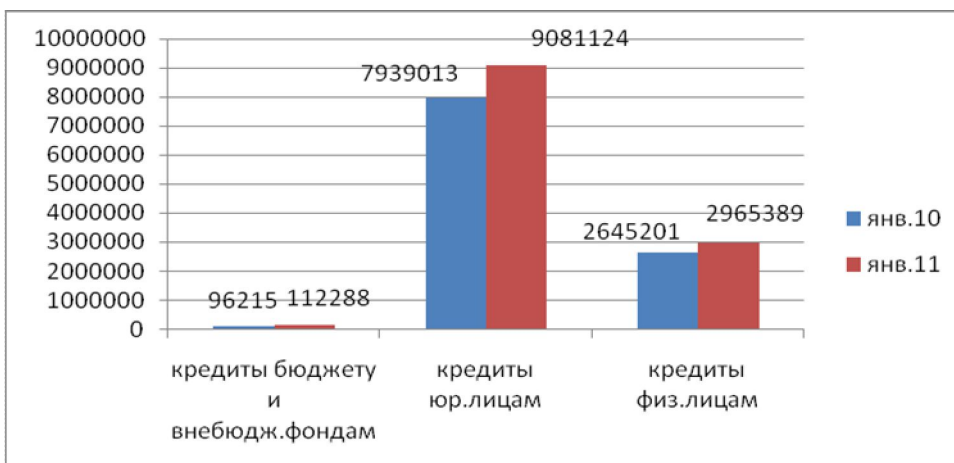
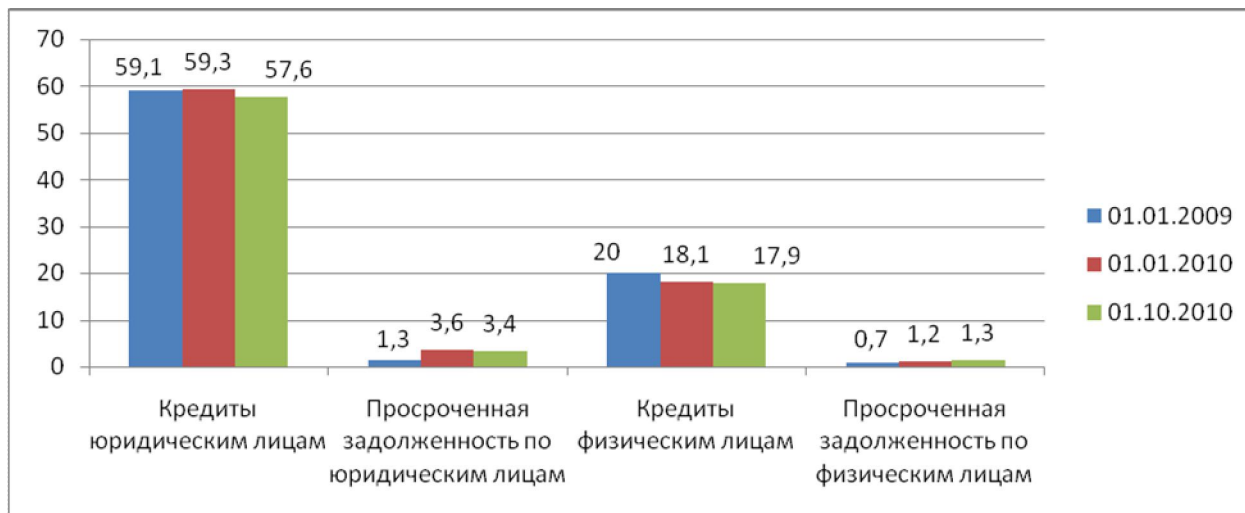


Рисунок 25. Динамика кредитов от 1 года до 3 лет и выше 3 лет, размещенных банками России (млрд. руб.).

Анализ данных таблицы показал, что наибольшие темпы прироста долгосрочных кредитов наблюдаются в портфеле кредитов, выданных бюджет и внебюджетным фондам (16,7%); темпы прироста долгосрочных кредитов юридическим лицам составляют 14,4%.

Рассматривая вопросы просроченной задолженности кредитов российских банков по основным группам, можно сказать, что доля просроченной задолженности в структуре портфеля активов банков растет, что объясняется, в первую очередь, снижением платежеспособности клиентов- заемщиков (рис.26).



По данным ОАО «Траст», аналитика

Рисунок 26. Динамика кредитного портфеля и просроченной задолженности юридических и физических лиц.

Во второй половине прошлого и начале текущего года слабая понижательная динамика кредитных портфелей сопровождалась ростом просроченной задолженности, поскольку банки не выносили проблемные кредиты на счета просроченных платежей. Свидетельством роста некачественных активов являлось снижение интенсивности поступлений на корреспондентские счета банков осенью-зимой 2009 г. на фоне некоторого оживления деловой активности в российской экономике, которая выражалась, в том числе, в снижении среднего срока нахождения средств предприятий на текущих счетах.

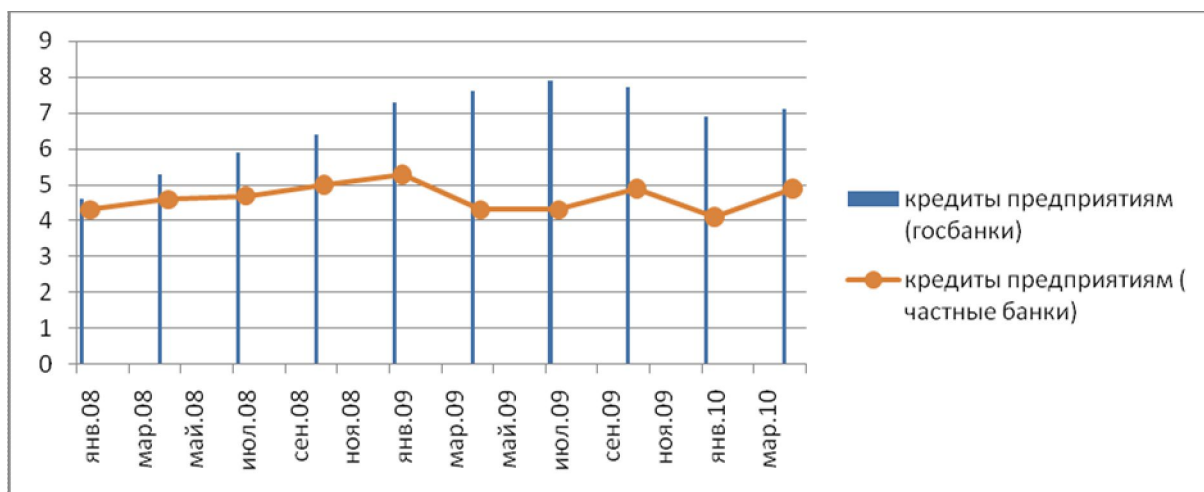
В нормальной ситуации эти два показателя должны двигаться в противофазе — ускорение денежного оборота, опосредующее интенсификацию хозяйственной деятельности предприятий, приводит к росту объёмов поступлений денежных средств на корреспондентские счета банков, а,

соответственно, к росту значения показателя отношения этих поступлений к валюте баланса. Наблюдавшаяся в июле-декабре 2009 г. однонаправленная динамика говорит о том, что значительная часть активов банков относилась к «замороженным», то есть существенная доля кредитного портфеля была необслуживаемой.

При этом банки предпочитали реструктурировать проблемные кредиты, но не заявлять их просроченными, что снизило бы показатель достаточности собственного капитала. Наложившись на тенденцию к снижению кредитования, данный подход дал эффект ускоренного роста доли «длинных» кредитов в совокупном кредитном портфеле банков.

Обращает внимание тот факт, что за последние два года изменилась структура кредитного портфеля по срокам: если в 2008 году инвестиционные кредиты свыше трех лет составляли 21%, а свыше года - 47%, то в 2009 году эти показатели составляли 30% и 61%, а в 2010г. они равны соответственно 37% и 69%. Одной из причин данного роста стало то, что банки реструктуризировали значительную часть кредитного портфеля на длительные сроки, с целью поддержания показателя достаточности собственного капитала.

Следует отметить некоторую разницу в поведении банков, контролируемых государством, и частных банков в отношении динамики кредитных портфелей. Так, если в первой половине 2010 года поддержание номинальных объёмов кредитования достигалось за счёт роста выдачи кредитов со стороны госбанков (сюда же относились и средства, предоставлявшиеся предприятиям на рефинансирование ранее взятых кредитов у частных банков), то уже к концу 2009 г. госбанки также принялись сокращать свои портфели. Эта ситуация более соответствовала нормальной экономической динамике, так как в условиях спада деловой активности естественным образом снижается и спрос на кредитные средства.(рис.27)



Источник: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рисунок 27. Динамика объемов кредитования банками с государственным участием и частными банками, %.

Оценивая инвестиционную деятельность банков России, можно сказать следующее. Вложения банка в ценные бумаги является инвестиционной деятельностью. Однако, по нашему мнению, следует разделять данную деятельность в зависимости от цели вложения. Поскольку банки могут размещать денежные средства в ценные бумаги, преследуя спекулятивные и инвестиционные цели, то в контексте данной работы, мы будем рассматривать портфели ценных бумаг, удерживаемые банком до погашения и вложения банков в доли уставных капиталов дочерних и зависимых акционерных обществ.

Доля ценных бумаг, удерживаемых до погашения составляет на конец 2010 г. 7,9%, при этом на 01.01.2009 он составлял 8%. Средства, вложенные банками в дочерние и зависимые предприятиями составляли на начало 2009 г. 9,8%, на конец 2010 г. – 6,0%.

Таким образом, в инвестиционной деятельности банков не наблюдается какой - либо заметной динамики (табл.29).

Таблица 29.

Структура вложений кредитных организаций в ценные бумаги<sup>189</sup>

	01.01.2009		01.01.2010		01.10.2010		01.11.2010		01.12.2010	
	млрд..	в % к	млрд..	в % к	млрд..	в % к	млрд..	в % к	млрд..	в % к
	руб..	итогу	руб..	итог у	руб..	итогу	руб..	итогу	руб..	итогу
Объем вложений - всего	2 165,70	100	4 075,40	100	5 178,50	100	5 456,90	100	5 564,40	100
- в руб.лях	1 674,10	77,3	3 309,30	81,2	4 445,60	85,8	4 677,20	85,7	4 767,70	85,7
- в иностранной валюте	491,6	22,7	766,1	18,8	732,9	14,2	779,7	14,3	796,7	14,3
В том числе:										
Ценные бумаги, оцениваемые по справедливой стоимости через прибыль или убыток	623,2	28,8	1 469,80	36,1	1 610,30	31,1	1 714,90	31,4	1 723,90	31
- в руб.лях	541	25	1 309,80	32,1	1 421,30	27,4	1 495,00	27,4	1 503,50	27
- в иностранной валюте	82,2	3,8	160	3,9	188,9	3,6	219,9	4	220,3	4
Ценные бумаги, имеющиеся в наличии для продажи	1 154,40	53,3	2 157,10	52,9	2 857,20	55,2	2 985,00	54,7	3 054,10	54,9
- в руб.лях	848,6	39,2	1 678,40	41,2	2 435,80	47	2 557,60	46,9	2 626,70	47,2
- в иностранной валюте	305,8	14,1	478,6	11,7	421,4	8,1	427,4	7,8	427,5	7,7
Ценные бумаги, удерживаемые до погашения	174,2	8	150,6	3,7	381,3	7,4	416,6	7,6	437,5	7,9
- в руб.лях	148,6	6,9	116,6	2,9	360,6	7	397,5	7,3	411,4	7,4
- в иностранной валюте	25,6	1,2	34	0,8	20,7	0,4	19,1	0,3	26	0,5
Портфель участия в дочерних и зависимых акционерных обществах	212	9,8	284,5	7	313	6	323,4	5,9	333,3	6
- в руб.лях	134	6,2	191,6	4,7	212,2	4,1	211,2	3,9	211,4	3,8
- в иностранной валюте	78	3,6	92,9	2,3	100,9	1,9	112,2	2,1	121,9	2,2
Справочно:										
Переоценка ценных бумаг	-177,5		16,3		58,2		64,9		49,4	
Резервы на возможные потери по ценным бумагам, имеющимся в наличии для продажи	7,2		13,9		11,9		13		14,3	
Резервы на возможные потери по ценным бумагам, удерживаемым до погашения	1,8		2,4		2,6		2,4		3,2	
Резервы на возможные потери по портфелю участия в дочерних и зависимых акционерных обществах	2,1		2,3		2,7		2,8		2,8	

Для сравнения следует указать, что для достижения спекулятивных

<sup>189</sup> Источник: По данным Банка России

целей, банковские вложения составили 53,3% в начале 2009 г. и 54,9% в конце 2010 г., что в удельном весе приближается к показателям вложений банков в кредиты 56,2% и 54,8% соответственно. Однако, следует отметить, что если базой исчисления удельного веса инвестиционных вложений в ценные бумаги является совокупный портфель ценных бумаг, то при расчете доли кредитного портфеля нами использовалась величина совокупных банковских активов, поэтому полученные результаты не могут быть сравнены без учета абсолютных значений.

В целом отметим, что на конец 2010г. вложения банками в кредиты, в т.ч. инвестиционного характера составляли 16115,5 млрд.. руб., а вложения в инвестиционные операции с ценными бумагами лишь 770,8 млрд.. руб., что на более чем в 2 раза ниже.

Данные исследования показали, что банки предпочитают осуществлять инвестиционное кредитования, нежели инвестиционные вложения в ценные бумаги, что связано, в первую очередь, с более высокой доходностью, получаемой банками на рынке ссудных капиталов. То предположение, что инвестиционные операции на рынке ценных бумаг являются более рискованными не нашли своего подтверждения в процессе проведенных нами расчетов (табл.30).

Рассчитанный нами показатель покрытия позволяет оценить долю средств, аккумулируемых в резервах под возможные потери, на рубль вложенных в кредитные и инвестиционные операции средств. Поскольку резерв формируется в зависимости от уровня риска заемщика или эмитента ценных бумаг, то его величина позволяет судить об уровне риска вложений.

Таблица 30.

Расчет коэффициента покрытия инвестиционно–кредитного портфеля банков России

Показатели	Периоды				
	01.01.2009	01.01.2010	01.10.2010	01.11.2010	01.12.2010
Кредиты, депозиты и прочие размещенные средства - всего	19884,8	19847,1	21331,1	21573,5	22228,3
Резервы на возможные потери по кредитам, депозитам и прочим размещенным средствам	898,5	1820,6	2027,1	1979,2	1984,6
<b>Коэффициент покрытия</b>	<b>0,04518527</b>	<b>0,091731286</b>	<b>0,09503026</b>	<b>0,09174218</b>	<b>0,089282581</b>
Ценные бумаги, имеющиеся в наличии для продажи	1 154,40	2 157,10	2 857,20	2 985,00	3 054,10
Резервы на возможные потери по ценным бумагам, удерживаемым до погашения	1,8	2,4	2,6	2,4	3,2
<b>Коэффициент покрытия</b>	<b>0,00155925</b>	<b>0,001112605</b>	<b>0,00090998</b>	<b>0,00080402</b>	<b>0,001047772</b>
Портфель участия в дочерних и зависимых акционерных обществах	212	284,5	313	323,4	333,3
Резервы на возможные потери по портфелю участия в дочерних и зависимых акционерных обществах	2,1	2,3	2,7	2,8	2,8
<b>Коэффициент покрытия</b>	<b>0,00990566</b>	<b>0,008084359</b>	<b>0,0086262</b>	<b>0,00865801</b>	<b>0,00840084</b>

Расчет показал, что при совершении кредитных операций, банки России создают больший объем резерва, чем при совершении инвестиционно-фондовых операций, следовательно, можно сделать вывод о том, что уровень риска кредитных операций отечественных банков выше.

Таким образом, анализ состояния банковского сектора в условиях нестабильности показал, что, во- первых, банки обладают необходимым собственным капиталом, достаточным для выполнения ими кредитно-инвестиционных операций, во – вторых, в настоящее время в структуре инвестиционно – кредитного потенциала основную долю занимают средства юридических и физических лиц, срочность которых увеличилась в сторону увеличения сроков; в- третьих, банки преимущественно выполняют операции инвестиционного кредитования, которые характеризуются более высоким уровнем доходности, чем операции, связанными с инвестициями в ценные бумаги.

## ***16. Реализация программы развития синдицированного кредитования в России как условие международного финансового центра<sup>190</sup>***

Условием эффективного развития российской экономики является возрождение и наращивание производственного потенциала, которое невозможно без инвестиций. Банковский сектор в России является потенциально главным инструментом в создании инвестиционных потоков, направляемых в реальный сектор.

Однако в настоящее время банковский кредит снизил свои стимулирующие качества в результате ряда проблем, к основным из которых можно отнести, неспособность банка как кредитного института выдать крупный кредит одному заемщику, высокие цены на кредитные ресурсы для заемщиков, слабая капитализация банковской системы, высокие кредитные риски. В результате можно констатировать тот факт, что участие отечественной банковской системы в процессах инвестирования реального сектора в настоящий момент нельзя считать достаточным.

Решение данной проблемы уже активно начало осуществляться за счет развития в России синдицированного кредитования, когда несколько кредитных институтов, временно объединив свои усилия, выдают крупный кредит одному заемщику. Исследуя динамику объемов синдицированного кредитования в России и зарубежных странах, можно сказать, что она имеет положительную направленность, чему способствует ряд факторов как внутреннего, так и внешнего характера.

Рассмотрим основные положительные результаты для банка, которые приносит использование синдицированного кредитования на практике.

Во – первых, синдикация интересна для банков - участников тем, что можно распределять риски по нескольким кредитным организациям. В настоящее время Банк России как регулятор банковского сектора предъявляет

---

<sup>190</sup> Уткин, Рыкова, Сильвестров



жесткие требования к соблюдению норматива рисков на одного или группу связанных заемщиков, который напрямую зависит от величины собственного капитала банка – кредитора. В силу низкой капитализации далеко не каждый отечественный банк способен выдать крупный кредит (даже при наличии ресурсов), не нарушая указанный норматив. Участие в банковской синдикации позволяет диверсифицировать риски между всеми участниками на фоне соблюдения норматива риска каждым из банков.

Во – вторых, снижение рисков невозврата выданной доли кредита. Минимизация кредитного риска для банка возникает в результате того, что каждый банк – участник синдикации проводит собственное исследование заемщика, как с финансовой стороны, так и со стороны его рыночной репутации. В итоге совокупность полученных сведений от различных банков, использующих многочисленные источники, позволяет значительно повысить вероятность прогноза дефолта заемщика. Здесь же следует отметить, что совместная работа банков- кредиторов в части анализа кредитоспособности заемщика позволяет выработать единую унифицированную модель ее оценки, которая по своей сущности более объективна и обладает высокой прогнозной способностью. Говоря о рисках, следует еще сказать, что любая синдицированная сделка относится к категории публичных сделок, а мировая практика показывает, что риск по публичной сделке всегда ниже, чем по локальной кредитной сделке «один на один».

В – третьих, расширение клиентской базы банков – участников. Данное преимущество вытекает из того, что далеко не все банки, принятые в синдикат имеют в клиентской базе крупных заемщиков, которые могут иметь для них стратегическую важность. Получение доступа к таким заемщикам через участие в синдикате может впоследствии позволить банкам сформировать собственные отношения с такими клиентами уже вне синдиката.

В – четвертых, участвуя во временном объединении кредитных ресурсов, банки могут получать дополнительные доходы в виде комиссий, но лишь в том случае, если являются организаторами, суб – организаторами или агентами

банковских синдикаций. Величина данных комиссий может достигать значительных объемов, особенно, если формируемая синдикация обширна как географически, так и финансово, либо имеет сложную структуру. Однако, если банк является простым участником синдикации, то его доходом можно назвать экономию на транзакционных издержках, связанных с выдачей и оформлением такого кредита. Указанная экономия возникает в результате перехода финансовых и временных затрат по оформлению сделки на банк – организатор.

В – пятых, банк – кредитор может в любой момент продать полностью или частично свою долю в сделке, что увеличивает ликвидность данной сделки по сравнению с двухсторонним кредитным договором «один на один».

Активный спрос на синдицированные кредиты в настоящее время со стороны заемщиков есть результат не того, что данный продукт выгоден и удобен для банков, а следствием наличия значительных преимуществ такого вида кредитов для нефинансового сектора.

К таким преимуществам для заемщиков отнесем следующие:

1. Синдицированные кредиты позволяют ограниченными средствами многих банковских институтов удовлетворять очень значительные потребности крупных компаний или групп компаний для реализации определенных проектов.

2. Существенно уменьшаются финансовые издержки и временные затраты на проведения переговоров и оформление договора на синдицированное кредитование, по сравнению с привлечением той же суммы от разных банков<sup>191</sup>.

3. Укрепляется репутация заемщика на внутреннем и внешнем финансовых рынках, что в дальнейшем позволит расширить базу кредиторов.

4. Синдицированные кредиты (как правило, в иностранной валюте) имеют длительные сроки (3-5 лет для известных компаний). Кредиты в

---

<sup>191</sup> Если заемщик будет вести переговоры с отдельными банками, то ему придется выполнять индивидуальные требования каждого из них. В том числе брать на себя обязательства по подготовке различной документации, идти на всевозможные ограничения, соблюдать условия ограничения обеспечения кредита. Кроме того, в отношении каждого банка у клиента возникнут юридические расходы, т.к. подобные сделки сопровождаются сложной документацией, поэтому накладные и прямые процентные расходы будут высокие

российских рублях по международной классификации являются краткосрочными (на 1 год или на 6 месяцев), хотя в соответствии с отечественной практикой их можно отнести к долго – и среднесрочным.

5. Данные кредиты могут предоставляться без какого-либо обеспечения и на свободные цели, что очень удобно для заемщика. Однако для средних и малых компаний получение необеспеченных кредитов невозможно в силу повышенных кредитных рисков, но даже наличие обеспечения синдицированного кредита можно отнести к преимуществам, т.к. в этом случае клиент может рассчитывать на увеличение срока кредитования и снижение процентной ставки.

6. Популярность этого финансового инструмента в России объясняется еще и тем, что по сравнению с выпуском облигаций, привлечение синдицированных кредитов проще с юридической и технологической точек зрения. С технической точки зрения для получения синдицированного кредита требуется минимум документации, в частности, привлечение синдицированного кредита требует предоставления значительно меньшего количества документов и минимального раскрытия информации о заемщике в отличие от того случая, когда российский эмитент выходит со своими долговыми обязательствами на западный рынок. Кроме того, степень раскрытия информации о своем финансовом состоянии и доходности сделки определяются самим заемщиком.

7. Значительно снижена стоимость финансирования, во – первых, в результате того, что крупные синдикаты обычно организуются зарубежными банками, где стоимость кредитных ресурсов ниже, чем в России. Во – вторых, при организации синдицированного кредита отпадает необходимость во многих косвенных платежах (отсутствуют налог на операцию с ценными бумагами в размере 0,8% от суммы заимствования, платежи андеррайтерам и оплата биржевых и депозитарных комиссий, отпадает необходимость размещения платной информации о проекте в средствах массовой информации).

Как видно, данный вид кредитования обладает характеристиками,

выгодно отличающимися его не только от двустороннего кредитования «один ни один», но и от облигационных займов.

В силу разнообразия форм проявления синдицированного кредитования экономистами (J. Armstrong, К. М. Kroll, Ю. В. Данилина и другие) была разработана обширная классификация синдицированных кредитов.

**1. В зависимости от сферы применения** синдицированные кредиты подразделяются на внутренние и международные синдицированные кредиты. Внутренние синдицированные кредиты предполагают, что как кредиторы, так и заемщик, расположены или являются резидентами одного государства, сделка заключается и исполняется на его внутреннем финансовом рынке. Для заключения таких кредитных сделок используются нормы и правила внутреннего права соответствующего государства. В РФ договорные обязательства между российскими юридическими лицами, по общему правилу, регулируются российским правом (ст. 2 ГК РФ). Российское законодательство (ст. 1186, 1210 ГК РФ) допускает возможность выбора иностранного права для регулирования отношений сторон по договору, заключаемому только между российскими юридическими лицами, если такие отношения осложнены иностранным элементом. Например, сделка заключается либо исполняется на территории иностранного государства. Следовательно, внутренние синдицированные кредиты подлежат регулированию нормами российского права.

При предоставлении международных синдицированных кредитов в сделке принимают участие резиденты нескольких государств. Для регулирования отношений между собой стороны могут избрать право страны одного из участников договора или право третьей страны. Разновидностью случая выбора права третьей страны является выбор права финансового рынка с разработанными саморегулируемыми организациями детальными правилами совершения- сделок. На европейском финансовом рынке при предоставлении синдицированных кредитов широко применяют стандартные формы,

разработанные созданной в Великобритании Ассоциацией кредитного рынка, регулируемые английским правом.

Вне зависимости от права, избранного сторонами для регулирования сделки, стороны не могут парализовать применение к ней норм законодательств государств, имеющих тесную связь с возникшими отношениями, в частности, государств, резидентами которых стороны являются. Например, российское право запрещает участие, некредитной организации, не обладающей специальным разрешением, (лицензией), в кредитном договоре на стороне кредитора (п. 1 ст. 49, п. 1 ст. 819 ГК РФ). Поэтому, в случае применения к договору российского права, в сделке на стороне кредитора не сможет участвовать юридическое лицо — нерезидент, не обладающее статусом кредитной организации, даже если его личный закон предоставляет ему такое право. В случае применения к договору права иной страны, например права Великобритании, в сделке на стороне кредитора не сможет участвовать российское юридическое лицо, не являющееся кредитной организацией.

**2. В зависимости от особенностей договорного оформления обязательств,** обеспечивающих исполнение основного кредитного обязательства, синдицированные кредиты классифицируются на «необеспеченные» или кредиты инвестиционного уровня (*investment-grade loan*) и «обеспеченные» или рискованные кредиты (*leveraged loan*).

На этапе организации синдицированного кредитования заемщик оценивается известным рейтинговым агентством (например, *Standard & Poor's* или *Moody's*). Рейтинговое агентство на основе анализа деятельности заемщика, его финансового положения, оценивает возможность возврата предоставляемых ему денежных средств. Необходимо заметить, что важным фактором оценки является страна, в которой заемщик расположен или осуществляет свою деятельность. Инвестиционный рейтинг заемщика не может быть выше инвестиционного рейтинга такой страны. Действует определенная шкала рейтингов.

Если заемщик получает инвестиционный рейтинг выше BBB- от Standard & Poor's или выше Baa3 от Moody's, то он может привлечь кредит инвестиционного уровня, для оформления которого используются форма договора о предоставлении синдицированного кредита, в которой предусматривается участие поручителя (гаранта), отвечающего за исполнение обязательства заемщиком. Применение такой формы договора не предполагает заключение дополнительных соглашений, устанавливающих обеспечение исполнения основного обязательства. Поэтому «необеспеченными» такие синдицированные кредиты можно называть условно, поскольку при их предоставлении и основное, и обеспечивающее его исполнение обязательства включаются в единый договор, а не оформляется отдельно.

Если инвестиционный рейтинг заемщика ниже указанного, то привлеченный им кредит будет считаться рискованным, для подобных кредитов разработана иная форма договора о предоставлении синдицированного кредита. В таком случае заключение кредитного договора предполагает подписание отдельных соглашений, предусматривающих различные способы обеспечения исполнения основного обязательства. Кроме того, некоторым банкам или финансовым организациям их внутренние нормативные документы или официальные нормативные акты могут запрещать принимать участие в синдицированных кредитах, инвестиционный рейтинг которых ниже определенного уровня.

**3. В зависимости от распределения прав и обязанностей сторон** преддоговорного процесса синдицированные кредиты классифицируются на кредиты с гарантированным размещением (underwritten loan) и кредиты, размещаемые с приложением максимальных усилий (best-efforts loan). На организованном финансовом рынке в указанных целях применяются различные формы преддоговорных соглашений.

В первом случае на этапе организации синдицированного кредита банк-организатор обязуется перед будущим заемщиком провести переговоры с целью привлечения кредита в запрашиваемых объемах. Если в случае

надлежащего выполнения всех преддоговорных процедур ему не удастся подобрать необходимое число участников синдиката, то предоставление «нераспределенной» части кредита он должен взять на себя. Поскольку гарантированное размещение синдицированного кредита сопряжено для банка-организатора с дополнительным риском (его часть кредита может оказаться больше, чем предполагалось заранее), размер его комиссионного вознаграждения всегда увеличивается.

Если банк-организатор соглашается на организацию синдицированного кредита на условии с приложением максимальных усилий, он не берет обязательство предоставить всю сумму запрашиваемого кредита. По поручению заемщика банк-организатор предлагает другим участникам рынка участвовать в предоставлении синдицированного кредита заемщику. Банк-организатор обязан предоставить заемщику только ту часть кредита, которую он пообещал предоставить заранее. Предоставление остальной суммы кредита зависит от реакции рынка на предложение заемщика.

**4. По принципам и моменту формирования банковского синдиката** синдицированные кредиты разделяются на клубные кредиты и кредиты, предполагающие свободную переменную кредиторов по договору. Поскольку в рамках обязательства синдицированного кредита отношения складываются как между кредиторами и заемщиком, так и между самими кредиторами, и заемщику, и кредиторам может быть небезразлично участие в договоре определенных лиц на стороне кредитора. Используемые на организованном рынке формы договоров, регулирующие предоставление синдицированного кредита, закрепляют механизмы получения согласия заемщика и кредиторов на переменную лиц в обязательстве синдицированного кредита.

В клубных кредитах участники синдиката известны заемщику заранее до подписания кредитного соглашения, как правило, это группа банков со сложившимися устойчивыми партнерскими отношениями или традиционные кредиторы заемщика. В основном, в процессе организации кредита банки-кредиторы договариваются между собой и определяют, кто из них будет

банком-организатором и банком-агентом. Состав кредиторов по договору синдицированного кредита не меняется в течение срока его действия. В таких случаях ограничение на перевод долга или уступку прав, закрепленное в договоре, может носить дополнительный морально обязывающий характер. В частности, ограничение уступки прав кредитора по договору может достигаться путем широкого толкования права заемщика дать мотивированный отказ на изменение состава кредиторов. В таких обстоятельствах кредитор без согласия заемщика может только заключить соглашение участия. Однако установленные ограничения могут не действовать в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения заемщиком своих обязательств (дефолта).

При привлечении синдицированного кредита, допускающего изменение сторон основного кредитного договора, участником синдиката, как до, так и после подписания кредитного соглашения, может стать любой кредитор, согласный с условиями предоставления синдицированного кредита и исполнивший все необходимые процедуры.

5. Синдицированные кредиты принято классифицировать **по целям предоставления денежных средств** (финансирование сделок по приобретению активов, проектное финансирование и иное). Рекомендуемые Ассоциацией кредитного рынка формы договоров синдицированного кредита предоставляют участникам сделок широкие возможности в определении целей кредитования. Особенности целевого использования кредита могут влиять на состав субъектов, выступающих кредиторами по договору. Некоторые кредиторы могут специализироваться на кредитовании заемщиков, принадлежащих к определенной отрасли производства, и/или владеть специальным опытом, необходимым для осуществления\* эффективного контроля целевого использования денежных средств, предоставленных для финансирования определенного проекта.

6. Синдицированные кредиты разделяются в **зависимости от применяемой модели кредитования и распределения прав и обязанностей сторон в рамках кредитного обязательства**. На организованном европейском



рынке синдицированного кредитования разработаны несколько стандартных форм договоров о предоставлении синдицированного кредита, предполагающих использование различных инструментов кредитования.

Основными формами предоставления синдицированных кредитов являются срочный и револьверный (возобновляемый) кредиты. Срочный кредит (term loan) предоставляется заемщику на определенный срок с даты первого использования суммы до даты окончания действия соглашения. Кредит может предоставляться как единой суммой, так и частями (траншами). Погашение кредита также может происходить как единым платежом в конце срока действия договора, так и несколькими траншами в течение такого срока в соответствии с установленным графиком. Если заемщик возвращает кредит досрочно, выплаченные суммы не могут быть ему предоставлены вновь. Таким образом, права и обязанности кредиторов и заемщика носят разовый характер, они четко определяются при заключении кредитного договора. В рассматриваемом случае используется форма договора о предоставлении срочного синдицированного кредита.

При возобновляемом кредите (revolving loan) заемщик может несколько раз получать кредит в течение срока действия соглашения, возвращая полученные средства и заимствуя их снова. После того как заемщик выплатит часть кредита, средства, равные выплаченной сумме, вновь могут быть взяты займы в соответствии с условиями соглашения. Общий размер средств, находящихся в пользовании заемщика, не может превышать общий лимит кредитования. В дополнение к процентам за пользование предоставленными средствами заемщик уплачивает кредиторам комиссионные (commitment fee) за свободный доступ к оставшейся части кредита. В таком случае права и обязанности заемщика и кредиторов носят дящийся характер и могут определяться в процессе исполнения договора, соотношение прав и обязанностей сторон в таком кредитном договоре усложняется. Для предоставления возобновляемого синдицированного кредита используется специальная форма договора. Разновидностью револьверного кредита является

«вечно зеленый» кредит (evergreen loan), при котором ежегодно по окончании срока действия кредитного договора по просьбе заемщика и при согласии кредиторов срок действия договора может быть продлен еще на один год.

В зависимости от потребностей заемщика предоставление револьверного кредита может сочетаться с использованием иных финансовых инструментов. Наиболее распространенными из них являются кредитная линия «свинг» (swingline facility) и резервный аккредитив (standby letter of credit). Кредитная линия «свинг», как и резервный аккредитив, являются разновидностями резервного кредита, который необходим заемщику для получения доступа к иным источникам финансирования, например, выпуску коммерческих ценных бумаг. Резервный кредит призван гарантировать платежеспособность заемщика перед третьими лицами. Денежные средства резервируются в пользу заемщика, но используются только для выплаты его кредиторам в случае, если заемщик не может исполнить свои обязательства самостоятельно. Кредитная линия «свинг» предоставляется на короткий период, как правило, на один день в виде овернайт (overnight), но не более семи - десяти дней. Резервный аккредитив предоставляется на более длительный срок, чем кредитная линия «свинг». На организованном рынке синдицированного кредитования для предоставления кредитной линии «свинг» или резервного аккредитива используются специальные стандартные формы.

В некоторых случаях в соответствии с условиями договора синдицированный кредит одновременно может предоставляться в виде срочного и револьверного кредита. Иногда револьверный кредит по желанию заемщика может быть трансформирован в срочный.

8. Синдицированные кредиты могут выдаваться и погашаться в одной валюте (single-currency loan) или в нескольких валютах (multi-currency loan), поэтому выделяются мультивалютные синдицированные кредиты и единовалютные.

В мультивалютном кредите, в отличие от единовалютного, валюта, в которой кредит номинирован, валюта, в которой он предоставлен, и валюта, в

которой он должен быть погашен, могут не совпадать. В таком договоре закрепляется альтернативное обязательство, позволяющее заемщику и/или кредиторам выбирать валюту платежа (одну или несколько), т.е. самостоятельно определять предмет исполнения на основе установленных характеристик. Возможность выбора валюты позволяет заемщику или кредиторам избегать валютного риска и уклоняться от платежа в определенной валюте, если таковой нет в наличии или если осуществление конвертации невыгодно. Однако исполнение обязательства в различных валютах связано с необходимостью соблюдения сторонами сделки валютных ограничений. В договоре о предоставлении синдицированного кредита в одной валюте предмет исполнения заранее определен и не может изменяться в процессе исполнения договора.

8. Организованный рынок синдицированного кредитования делится **на первичный и вторичный**. В рамках первичного рынка на основе соглашения об организации предоставления синдицированного кредита происходит подготовка к заключению договора синдицированного кредита и его подписание. Подписавшие договор кредиторы признаются первоначальными участниками синдиката. Вторичный рынок связан с распределением или продажей участия в синдикате новым кредиторам после подписания кредитного договора. Кредиты, которые последовательно могут быть проданы другим кредиторам, получили название трансферабельных кредитов. Участие в предоставленном кредите может быть «продано» на вторичном рынке новому кредитору посредством соглашения о новации, соглашения об уступке прав или соглашения участия. При этом, первоначальный кредитор может «продать» выданную им часть кредита как полностью, так частично.

«Продавец» участия в кредите получает прибыль за счет различных комиссий и процентную маржу за период, в течение которого кредит находится на его балансе. «Покупатель» участия в кредите получает доход от процентных платежей в течение всего срока действия кредитного соглашения.

Соглашение о новации применяется в случаях, когда первоначальный кредитор должен передать новому кредитору не только все свои права, но и обязанности. Например, при предоставлении револьверного синдицированного кредита обязанность кредитора выдать денежные средства заемщику может сохраняться в течение всего срока действия договора. Новация считается соглашением о замене участвующего в синдикате кредитора между всеми участвующими в договоре синдицированного кредита лицами, в том числе заемщиком и остальными участниками синдиката. Поэтому для оформления такой сделки на организованном рынке был выработан финансовый инструмент, получивший название сертификат о передаче (transfer certificate), позволяющий легко и быстро новому кредитору стать участником синдиката.

В случае, когда для замены кредитора в синдикате должны быть переданы только права первоначального кредитора, осуществляется уступка прав кредитора. На организованном рынке уступка прав оформляется соглашением о передаче (transfer agreement), заключаемым между первоначальным и новым кредиторами.

При заключении договора участия не происходит замена кредитора в синдикате, первоначальный кредитор, участвующий в синдикате, получает от своего нового контрагента (участника) денежные средства для кредитования заемщика. Сторонами договора участия являются только кредитор синдиката и участник, между заемщиком и участником не возникают договорные отношения. Договор участия может быть заключен в виде договора об участии в фондировании (funded participation agreement) или договора об участии в риске (risk participation agreement). При заключении договора об участии в фондировании участник непосредственно предоставляет кредитору денежные средства. При заключении договора об участии в риске денежные средства резервируются участником в пользу кредитора, предполагается, что кредитор воспользуется ими только в случае необходимости. Условия о размере процентов за предоставление денежных средств и о сроках платежа в договоре участия и кредитном договоре с заемщиком совпадают.

Определим перспективы создания финансового консультанта-небанковской кредитной организации на российском рынке в условиях развития Международного финансового центра. Синдицированный кредит относится к сложной сделке, где задействованы несколько участников, функции которых строго определены. К таким участникам относят заемщика и банки.

К **функциям заемщика** относятся:

- обращение к банку с просьбой о финансировании;
- подготовка вместе с банком структуры финансирования (проекта);
- отбор возможных участников синдиката;
- согласование и подписание кредитного договора и договоров обеспечения;
- оплата юридических услуг;
- погашение кредита и причитающихся процентов;
- уплата комиссий по кредитному соглашению;
- исполнение всех обязательств по заключенным договорам;
- другие.

Следующим участником синдицированного кредитования является **банк**.

Для характеристики банков - участников синдицированного кредитования выделим их основные функции, которые заключаются в следующем:

- 1) регулирование и согласование всех вопросов по сделке с заемщиком до оформления кредитного договора;
- 2) согласование подписываемой документации между заемщиком и банками-участниками;
- 3) общение с юристами по поводу подготовки документации;
- 4) анализ проекта и заемщика;
- 5) отбор банков-участников;
- 6) кредитование (фондирование) сделки;
- 7) сбор необходимых сумм с банков-участников;
- 8) перевод средств заемщику;

- 9) контроль за целевым использованием кредита;
- 10) распределение между банками полученных от заемщика средств (возврат основной суммы долга, процентов);
- 11) администрирование выданного кредита;
- 12) информирование банков-участников о ходе синдикации и реализации проекта;
- 13) согласование всех вопросов, возникающих как у заемщика, так и у банков, ответы на запросы заемщика после подписания кредитного договора;
- 14) отслеживание и проверка обеспечения по кредиту.

Поскольку функции банков различны, то их можно разделить по функциональному признаку. Таким образом, среди банков выделяют:

Банк – агент (расчетный банк)

Банки – участники (кредиторы)

Функции участников представлены в таблице 31.

### Функции участников синдицированного кредитования

Участник	Функция
Финансовый консультант-небанковская организация <i>Организатор сделки</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ведет базу данных по банкам, которые когда либо принимали участие в синдикациях. Формирует кластеры банков, имеющих приблизительно равные возможности кредитования</li> <li>• Составляет (дает консультации) заемщику по бизнес-плану проекта, под который привлекается синдицированный кредит</li> <li>• Подбирает банки – участники, акцентируя внимание на банках, имеющих опыт участия в синдикациях, кредитующих заемщиков в данной отрасли</li> <li>• Проводит переговоры с банками – участниками, определяет и согласует требования заемщика и банков-участников</li> <li>• Оглашает требования, которые банки-кредиторы будут предъявлять к заемщику, и оказывает ему помощь по сбору пакета документов для кредитора</li> <li>• Формирует меморандум для банков- участников</li> <li>• Указывает наиболее выгодные для заемщика предварительные условия кредитования и отражает их в тексте договора.</li> <li>• Проводит юридическую экспертизу кредитного соглашения заемщика с банками- участниками, и указывает заемщику на те статьи, которые накладывают на него ограничения.</li> <li>• Указывает заемщику на те условия, при которых кредитор может требовать досрочного возврата денег.</li> <li>• Осуществляет юридическую поддержку при составлении кредитного соглашения, при заключении договоров участников с банком –агентом</li> <li>• Оказывает поддержку при продаже доли синдицированного кредита новому кредитору</li> <li>• Оказывает налоговые консультации</li> <li>• Оказывает бухгалтерские консультации</li> <li>• Оказывает юридическую поддержку при нарушении условий кем-либо из участников синдикации</li> <li>• Управляет обеспечением синдицированного кредита</li> </ul>
Банк- агент (организует предоставление кредита и сбор платежей, распределяет их между банками-участниками)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• заключает соответствующее кредитное соглашение с заемщиком;</li> <li>• заключает с заемщиком договор залога и прочие необходимые соглашения;</li> <li>• заключает с банками-участниками договоры о фондируемом (нефондируемом) участии и соглашение о распределении риска;</li> <li>• изучает меморандум и проект кредитной документации;</li> <li>• организует процесс кредитования: информирует банки о дне платежа; собирает необходимые суммы с банков-участников;</li> <li>• осуществляет перевод средств заемщику;</li> <li>• осуществляет контроль за расходованием средств заемщика; осуществляет контроль за ходом реализации проекта; взимает с заемщика платежи по погашению кредита и процентов по нему и распределяет их между банками-участниками; неукоснительно соблюдает инструкции, изложенные в меморандуме;</li> <li>• совместно с банками-участниками кредитует проект</li> </ul>
Заемщик	<ul style="list-style-type: none"> <li>• готовит проект и проводит все необходимые согласования; находит организатора;</li> <li>• заключает соглашение с организатором;</li> <li>• уплачивает все причитающиеся комиссии;</li> <li>• заключает кредитный договор, договор залога и прочие необходимые соглашения с кредитным агентом; направляет запрос кредитному агенту на выдачу очередного транша кредита;</li> <li>• организует реализацию проекта; погашает ссуду и проценты по ней; неукоснительно соблюдает взятые на себя обязательства по заключенным договорам, в том числе предоставление кредитному агенту информации о ходе реализации проекта, о финансовом состоянии</li> </ul>
Банк-кредитор	<ul style="list-style-type: none"> <li>• предоставляет часть синдицированного кредита в пределах своей доли;</li> <li>• получает право на получение соответствующей доли доходов по кредиту.</li> </ul>

**Финансовая компания - Организатор (Arranger).** В состав участников синдицированного кредитования впервые включена *финансовая компания*, в функции которой включается как сам процесс организации синдикации, так и финансовые консультации Заемщику и Банкам – участникам. Роль данного участника сложно переоценить, т.к. в силу неразвитости данного вида кредитования в России, банки еще не имеют опыта и знаний, которые необходимы им на всех этапах формирования синдикации.

Следует указать, что в качестве Организатора рассматривается не кредитная организация, а финансовая консультационная компания, обладающая массивом данных по банкам-участникам синдикаций. Введение в число участников *некредитной организации* объясняется, в первую очередь, тем, что такая организация не представляет конкуренции для банков-участников, поэтому ее услуги будут более активно востребоваться со стороны участников синдикаций. Необходимо указать, что одной из проблем развития синдицированного кредитования в России является недоверие банков-участников друг другу, которое выражается в том числе и в нежелании банков входить в синдикацию из-за опасности потери крупного клиента в результате его ухода в другой банк- участник или к организатору. Данная проблема решится, если Организатором будет незаинтересованное лицо, что увеличит доверие банков к нему. Кроме того, небанковской организации также проще формировать базу данных по банкам, когда либо участвующим в синдикациях т.к. банки предпочтительнее делятся своей информацией не с банком-возможным конкурентом, а независимым лицом.

Для клиента- заемщика небанковская организация также представляет больший интерес, т.к. заемщик видит в консультанте, в первую очередь, своего помощника, а не сторону, заинтересованную в положительном или отрицательном результате сделки. В этой связи заемщик с большей готовностью делится с консультантом своими проблемами и получает необходимую помощь, зная, что данная информация о нем не может стать открытой для кредиторов или конкурентов заемщика

Задачи Организатора включают подготовку информационного меморандума по заемщику, предложение другим банкам по участию в синдикации и переговоры с ними, подготовка и согласование договора. Меморандум, подготовленный Организатором, включает в себя данные о финансовом положении заемщика и состоянии его бизнеса.

В этой связи на Организатора ложится ответственность за достоверность предоставленной информации другим участникам синдиката.



По английскому праву, ответственность организатора перед другими участниками синдиката возникает исходя из Закона о введении в заблуждение 1967г. или на основе деликата по общему праву. В соответствии со ст.21 Закона, если банк внес заведомо ложные сведения о заемщике участники, понесшие убытки, могут требовать от Организатора возмещения. Для снижения такого рода риска, Организатор может включить в Договор об организации синдиката утверждение об отказе от ответственности, содержащее следующее положения:

1. вся информация, касающаяся заемщика, предоставлена самим заемщиком, содержание данной информации не проверялось и не подтверждается организатором кредитования;

2. организатор кредитования не дает заверений относительно точности меморандума;

3. меморандум не является единственным основанием для принятия решения о вступлении в синдикат. Каждый потенциальный банк –кредитор обязан сам оценить приемлемость информации, содержащейся в данном документе, и провести независимое исследование ее достоверности.

4. информационный меморандум направляется указанным в нем банкам в отношении их потенциального участия в синдицированном кредитовании и не должен быть использован в иных целях.

В крупных сделках Организатор поручает двум-трём крупнейшим кредиторам за дополнительное вознаграждение самим искать участников в закрепленной за каждым географической зоне (чтобы не было конкуренции между собой). Их называют Объединенные организаторы (Joint Arrangers, Co-arrangers). Иногда этот термин может обозначать и просто участников, вклад которых в общую сумму синдиката является наивысшим или следующим за ним. За Объединёнными организаторами по шкале вкладов следуют Lead Managers, Senior Managers, Managers, Co-Managers, а также просто участники - Participants. (Эти наименования не выдерживаются строго, так как их главный смысл – различить кредиторов по уровню вклада в синдикат в рамках

кредитного договора).

Одной из функций Организатора является управление обеспечением возвратности синдицированного кредита банкам –участникам

**Банк-агент** – банк, берущий на себя работу по осуществлению и получению платежей по кредиту, обслуживанию счетов банков-кредиторов и аккумулирующий их кредитные ресурсы, а также осуществляющий прочие расчетно-информационные функции в соответствии с договором. Через банк-агент проводятся платежи и осуществляются взаимоотношения между участниками сделки. Банки-кредиторы перечисляют суммы кредитов банку-агенту, который их аккумулирует, и затем перечисляет заемщику. Платежи по возврату кредита и по процентам уплачиваются заемщиком банку-агенту, который затем пропорционально распределяет их между банками-кредиторами, то есть банк-агент обслуживает денежные потоки по кредиту. Он также ведет паспорта экспортных сделок, поступления по которым являются источником погашения кредита. Обычно роли Организатора и Агента синдицированного кредита выполняются одной и той же компанией, либо разными компаниями одной группы.

**Банк-участник** – банк, обязующийся предоставить часть синдицированного кредита в пределах своей доли. Соответственно банки-кредиторы получают право на получение соответствующей доли доходов по кредиту. Условием принятия банка в синдикат должно служить согласие на минимальный размер участия, который зависит от степени риска и объема предоставляемого кредита.

Для характеристики банков — участников синдицированного кредитования необходимо выделить функции, которые в принципе необходимо выполнять банкам — участникам синдиката<sup>192</sup> (Приложение 6):

- регулирование и согласование всех вопросов по сделке с заемщиком до оформления кредитного договора;

---

<sup>192</sup> С.Ю. Карнаух, О.М. Григорьева Корреспондентские отношения и организация синдицированного кредитования // Методический журнал «Расчеты и операционная работа в коммерческом банке». – 2004. – № 11

- отбор банков-участников;
- согласование подписываемой документации между заемщиком и банками-участниками;
- общение с юристами по поводу подготовки документации;
- анализ проекта и заемщика;
- кредитование (фондирование) сделки;
- сбор необходимых сумм с банков-участников;
- перевод средств заемщику;
- контроль за целевым использованием кредита;
- распределение между банками полученных от заемщика средств (возврат основной суммы долга, процентов);
- администрирование выданного кредита;
- информирование банков-участников о ходе синдикации и реализации проекта;
- согласование всех вопросов, возникающих как у заемщика, так и у банков, ответы на запросы заемщика после подписания кредитного договора;
- отслеживание и проверка обеспечения по кредиту.

Этапы сделки можно классифицировать на две части, где в содержательной части каждой из них функции Финансового консультанта - Организатора различны. Первая часть организации синдицированного кредитования включает в себя действия исключительно заемщика, которые заключаются в следующем:

1.1 Формирование имиджа заемщика. Данный этап крайне важен для формирования у участников рынка позитивного мнения о потенциальном заемщике. Международные финансовые контакты предполагают, что заёмщик производит на потенциальных кредиторов благоприятное впечатление. Поэтому до (и желательно задолго) синдицирования заёмщик с помощью Финансового консультанта должен пройти процесс "финансового макияжа" (window dressing, putting Western face onto Russian client).

Выделим такие ключевые моменты деятельности Финансового консультанта в процессе «финансовой репутации и имиджа» заемщика:

- 1) кредитная история,
- 2) международный аудит,
- 3) кредитный рейтинг,
- 4) годовой отчет и другие презентационные документы на иностранном языке,
- 5) публикации о деятельности заемщика
- 6) возможно слухи о заемщике.

Независимый Финансовый консультант профессионально подготовит проект клиента, под который планируется осуществить кредитование группой банков, даст рекомендации по подборке материалов для составления меморандума. Кроме того, в его функции включается консультирование заемщика по вопросу ведения переговоров с кредиторами и расстановке акцентов в их процессе.

1.2 Оценка качества проекта, под который привлекается синдицированный кредит

Финансовый консультант даст мотивированное заключение об эффективности инвестиционного проекта и возможности получения финансирования на его реализацию. Расчет экономической эффективности является важным заключением такой мотивировки. Набор математических методов Финансового консультанта, применяемый для расчета эффективности достаточно широк, что позволяет с высокой долей вероятности рассчитать получения прибыли от реализации проекта. Таким образом, Финансовый консультант оценивает целесообразность получения Заемщиком синдицированного кредита.

Одновременно Финансовый консультант оценивает финансовое состояние Заемщика и его привлекательность для возможных кредиторов, для возможности вынесения предварительного заключения о возможности получения им крупного синдицированного кредита от группы банков.

Вторая часть сделки- собственно синдицирование, где участниками являются и банки и заемщик. В данном случае Финансовый консультант кроме консультационных услуг будет выполнять функции Организатора банковского синдиката.

Здесь выделяют следующие этапы:

1. Определение условий синдицированного кредитования.

На этом этапе Финансовый консультант – Организатор выбирает заемщику потенциальных кредиторов и информирует заемщика об основных требованиях, которые кредиторы будут предъявлять к нему.

Одновременно Организатор выполняет следующие функции:

- определение потребности заемщика в кредитных ресурсах;
- согласование с заемщиком параметров привлекаемого синдицированного кредита (сумма кредита, процентная ставка, срок кредита, валюта кредита);
- создание привлекательных кредитных предложений для предполагаемых банков - участников;

2. При достижении взаимного согласия между Заемщиком и Организатором подписывается Мандат, закрепляющий обязанности Организатора по формированию банковского синдиката.

3. Наиболее важной и значимой работой Финансового консультанта-Организатора будет предварительный подбор потенциальных участников синдикации. Финансовый консультант подбирает участников по опыту участия в синдикатах или по финансовым возможностям банка, если он никогда не участвовал в таких сделках. Особенно важным является то, что Финансовый консультант, имея информацию о банках, уже заранее имеет информацию о возможностях банка и его репутации как участника синдикации, что позволяет уже на ранних этапах вывести те банки, которые могут впоследствии не выполнить условия синдикации. Если же в синдикат входит новый банк, не имеющий опыта участия в синдикациях, то Финансовый консультант собирает информацию о данном банке. Необходимость такой информированности

состоит в том, что банк- участник может не выполнить условия синдиката, например, отказаться от выплаты своей доли кредита, и в этом случае сделка либо будет считаться несостоявшейся, либо кредит будет размещен Заемщика с его согласия в меньшем объеме.

Организатор заводит журнал синдикации (syndication book), в котором отражается процесс подбора участников синдиката, в том числе информация о направлении кредиторам приглашений участвовать в синдикате и результатах их рассмотрений. В случае осуществления организации кредита группой банков, ведение журнала синдикации, рассылка приглашений и взаимодействие с потенциальными кредиторами может быть поручена отдельному банку, выполняющему функции регистратора (bookrunner).

После подбора соответствующих участников им рассылаются приглашения, в которых указываются общая информация об организуемом кредите. В приложении к письму направляется форма письма о конфиденциальности - оферта заключения договора о конфиденциальности между банком-организатором и потенциальным кредитором. В случае акцепта последним письма о конфиденциальности, ему будет направлен Информационный меморандум, содержащий подробную информацию о заемщике и запрашиваемом кредите, в том числе имеющую конфиденциальный характер. Заключение соглашения о конфиденциальности призвано защитить заемщика от распространения указанной информации.

4. Одновременно с началом процесса поиска потенциальных кредиторов, Организатор приступает к подготовке Информационного меморандума. Заемщик должен одобрить Информационный меморандум до того, как Организатор предоставит его потенциальным кредиторам от имени заемщика. Информационный меморандум представляет собой формальный документ, который готовит организатор совместно с заемщиком. В нем содержится информация по всем важнейшим вопросам, касающимся предстоящей сделки, и он является наиболее важным документом, от качества которого во многом зависит ход синдикации, (привлечение возможных

участников). На данном этапе Финансовый консультант может оказывать помощь заемщику, выбирая те документы, которые наиболее ярко и выпукло характеризуют его деятельность.

При получении положительного ответа от банка - участника Организатор предоставляет потенциальному кредитору информационный меморандум с описанием Заемщика и основных условий кредита. Он включает экономическую, финансовую, коммерческую и технологическую информацию о заемщике, необходимую для оценки рисков кредита, а также сведения об условиях и положениях предлагаемого кредита. Содержание информационного меморандума утверждается заемщиком. По итогам изучения информационного меморандума потенциальными кредиторами принимается решение об участии (или неучастии) в синдикате и о доле; своего участия в нем. Положительное решение не является окончательным и подтверждается последующим акцептом документации по кредиту, что позволяет избежать длительной процедуры согласования с каждым банком базовых условий участия в выдаче синдицированного кредита.

5. Параллельно с информационным меморандумом готовятся кредитный договор, проекты залоговых договоров и другие обеспечительные документы. Содержание этих юридических документов базируется на основных условиях и положениях кредита, согласованных заемщиком и организатором. Подготовленные проекты документов направляются кредиторам, подтвердившим свое намерение участвовать в кредите. Кредиторы обсуждают с организатором свои предложения и замечания, а затем согласованный документ вновь обсуждается с заемщиком. Обязанности ведущего банка обычно считаются выполненными после заключения кредитного договора, и для управления кредитом (*administer the loan*) синдикат обычно назначает банк-агент (которым зачастую может стать ведущий банк). На этом этапе функции Финансового консультанта заключаются в том, что он оказывает помощь Заемщику в сборе пакета документов, а это является сложной и затратной по времени работой. Каждый участник может запросить

некоторые дополнения по состоянию заемщика, что потребует дополнительного сбора документов. Финансовый консультант, владея базой данных, может заранее предупредить заемщика о таких требованиях, что сократит время поиска и предоставления информации, т.к. она будет готова уже заранее.

6. После подписания участниками в согласованном месте и в определенное сторонами время всего пакета документов (кредитный договор, договор по обеспечению кредита, приложения к ним) начинается процесс снятия отлагательных условий использования кредита, определенных кредитным договором. Отлагательными являются условия, до выполнения которых откладываются обязательства банков перед заемщиком по предоставлению кредита и права заемщика в отношении банков по использованию кредита не считаются возникшими. Банк-агент контролирует выполнение отлагательных условий и информирует других участников о возможности их снятия и предоставления кредита. Только после выполнения этих условий банк-агент получает средства для синдицированного кредитования (в виде займов, носящих строго целевой характер - кредитование конкретного заемщика или депозита "под условие") от банков-участников синдиката. При этом банк-агент должен отражать данные средства, в балансе на: счетах, не подлежащих резервированию.

7. Банк-агент за счет собственных и полученных от кредиторов ресурсов предоставляет заемщику синдицированный кредит. Банк-агент должен осуществлять контроль за поступлением всех долей от банков-участников в установленный день. Хотя в практике российских банков встречаются такие случаи, когда средства заемщику выдавались банком-агентом по мере поступления ресурсов от кредиторов.

8. Банк-агент должен направить в адрес банков-участников и заемщика календарный график погашения основного долга и процентов для его согласования. В кредитном договоре дополнительно необходимо оговорить



условия возврата синдицированного кредита, в случае возникновения проблем с погашением задолженности у заемщика.

9. Ежедневное обслуживание синдицированного кредита банком – агентом.

10. Управление обеспечением возвратности кредита, которое осуществляет Финансовая компания – Организатор. Процесс управления обеспечением включает:

- выбор предметов и видов залога;
- осуществление оценки предметов залога;
- составление и исполнение договора о залоге;
- контроль за стоимостью залога в течение действия кредитного соглашения;
- предъявление требований к заемщику увеличить залог в случае снижения его стоимости (маржин-колл)
- порядок обращения взыскания на залог.

Выбирая залог для обеспечения, Организатор предъявляет специфические требования к качественной и количественной определенности предметов залога, которые зависят от вида залога и степени риска, сопровождающей соответствующие залоговые операции.

Приемлемость залога определяется двумя факторами, по – первым, это качество ценностей; во –вторых, возможность кредитора осуществлять контроль за их сохранностью.

Критериями качества залогов являются:

- быстрота реализации,
- относительная стабильность цен,
- возможность страхования,
- долговременность хранения.

Организатор при выборе залога не только определяет критерии качества, но и обеспечивает сохранность залога. Только в этом случае залог ценностей может быть гарантией возврата кредита. В этой связи наиболее надежным

способом обеспечения сохранности заложенных ценностей является передача их Организатору. В данном случае заемщик остается собственником заложенного имущества с опосредованным владением. Он не может распоряжаться и использовать заложенные ценности. Указанный вид залога называется залогом. Организатор приобретает при залоге право пользования заложенным имуществом. Одновременно на него переходит обязанность надлежащим образом содержать и хранить предмет залога, нести ответственность за утрату и порчу.

При отсутствии у Организатора складских помещений этот вид залога по отношению к товарно-материальным ценностям имеет ограниченную сферу применения.

Кроме залога товарно-материальных ценностей в зарубежной и отечественной практике синдицированный кредит может быть выдан под залог ценных бумаг.

Критерием качества ценных бумаг, с точки зрения приемлемости их для залога, служат: возможность быстрой реализации и финансовое состояние выпускающей стороны- эмитента ценных бумаг. В этой связи в зарубежной и отечественной практике наиболее высокий рейтинг качества имеют государственные ценные бумаги с быстрой оборачиваемостью. При выдаче ссуд под их залог максимальная сумма ссуды может достигать 95% стоимости ценных бумаг. При использовании в качестве залога других ценных бумаг (например, акций, выпущенных фирмами) величина ссуды составляет 80-85% их рыночной цены.

Одним из этапов управления залогом, проводимым Финансовым консультантом-Организатором, является оценка предмета залога.

Международная практика выработала по этому поводу следующие принципиальные положения.

1. Большинство предметов залога оценивается по рыночной стоимости. Это означает, по сути, самую высокую цену, за которую собственность могла бы быть реализована при наличии потенциального покупателя и достаточного

времени на совершение сделки. Вместе с тем во многих случаях, когда банк реализует залоговый механизм для погашения ссуды, первоначальная стоимость не соответствует реальной цене. Это происходит в силу таких причин, как: отсутствие заинтересованных покупателей, снижение цены на соответствующую собственность, экономический спад, необходимость быстро найти покупателя.

2. Принятое обеспечение должно регулярно переоцениваться с тем, чтобы покрыть кредитный риск в любое время.

3. Оценку стоимости предметов залога должны производить специалисты Финансового консультанта соответствующей квалификации.

4. Подлинность и ценность произведений искусства, антиквариата и т.д. должны быть подтверждены.

В случае использования в качестве залога товарно-материальных ценностей стоимость его включает расходы на проведение периодических оценок залогового обеспечения, особенно если к ним дополнительно привлечены независимые эксперты.

6. При оценке залога следует обратить внимание на правильное определение ликвидационной стоимости и затрат на реализацию имущества.

Реальный уровень покрытия ссуды в ситуации вынужденной продажи имущества Организатор рассчитывает, вычитая из цены открытого рынка следующие расходы:

- затраты на реализацию;
- маржу вынужденной продажи;
- величину любых приоритетных претензий на имущество;
- оплату судебных издержек.

7. Наиболее ответственным, сложным и трудоемким является оценка недвижимости в качестве предмета залога. Финансовый консультант для оценки недвижимости используются три основных метода, которые применяют в комплексе для выбора наиболее оптимального варианта.

Первый метод (затратный) ориентируется на определение возможных затрат по приобретению земли и возведению новых аналогичных построек в обозримом будущем при нормальном ходе строительства. Далее определяется восстановительная стоимость объектов с учетом величины предпринимательского дохода, который отражает вознаграждение инвестора за риск строительства объекта недвижимости. Полученная стоимость уменьшается на сумму износа.

Второй метод (рыночный) основывается на информации о рыночной цене аналогичных сделок купли-продажи. Конечно, при этом методе используется система поправок, поскольку полностью идентичных объектов недвижимости практически не существует. Этот метод более прост в употреблении, но предполагает развитый рынок недвижимости и наличие информации о рыночных ценах на разные объекты недвижимости.

Третий метод (доходный) исходит из предпосылки, что стоимость объекта недвижимости обусловлена будущим чистым доходом, который может принести данная недвижимость при ее эксплуатации. Для использования этого метода ориентируются на информацию о ставках аренды аналогичного объекта недвижимости, данные о возможных потерях при сборе платежей (из-за продолжительности срока поиска арендатора), информацию о возможности дополнительного получения доходов от иных форм эксплуатации объекта недвижимости.

В соответствии с законодательством России договор о залоге должен отвечать определенным требованиям по форме и содержанию.

К содержанию договора о залоге (основным его условиям) в соответствии с законодательством России Финансовый консультант предъявляет следующие требования.

1. Отражение существа обеспеченного залогом требования (обязательства), его размера и срока исполнения. Если залогом обеспечивается обязательство, возникшее из кредитного договора, то в договоре о залоге

указывается, кто является кредитором и кто заемщиком; размер ссуды и причитающихся процентов; срок погашения ссуды и уплаты процентов.

2. Состав и стоимость заложенного имущества.

3. Вид залога, отражающий способ владения и распоряжения заложенным имуществом.

4. Права и обязанности сторон применительно к видам залога. При залоге права и обязанности сторон обусловлены передачей заложенного имущества кредитору (банку). При твердом залоге, залоге товаров в обороте или переработке права и обязанности сторон зависят от особенностей соответствующего вида залога.

5. Формы организации контроля за соблюдением условий договора. Конкретные способы организации контроля за исполнением условий договора о залоге зависят от способа и распоряжения заложенным имуществом.

В договоре о залоге, предусматривающем право владения заложенным имуществом залогодержателем, Финансовый консультант оговаривает следующее:

- обязанность залогодержателя застраховать предмет залога на полную стоимость за счет и в интересах залогодателя;
- обязанность залогодержателя обеспечить меры по сохранению владения предметом залога;
- обязанность залогодержателя немедленно извещать залогодателя о возникновении угрозы утраты или повреждения предмета залога;
- обязанность залогодержателя направлять отчет о пользовании предметом залога, если таковое предусмотрено договором;
- обязанность залогодержателя возвратить предмет залога после исполнения залогодателем обеспеченного залогом обязательства.

В договоре о залоге с оставлением заложенного имущества у залогодателя (твердый залог, залог товаров в обороте) Финансовым консультантом предусматриваются положения, касающиеся:

- права залогодержателя требовать от залогодателя принятия мер по сохранению предмета залога;
- обязанность залогодателя поддерживать неснижаемый остаток заложенных ценностей на определенном уровне;
- обязанность залогодателя представлять отчет залогодержателю о наличии и состоянии заложенного имущества;
- права залогодержателя проверять по документам и на месте размер, состав и условия хранения заложенного имущества.

Завершающим этапом управления залогом является порядок обращения взыскания на залог. Основанием для обращения взыскания на заложенное имущество или имущественные права является неисполнение ссудополучателем своего обязательства, обеспеченного залогом.

Сроком возникновения у кредиторов (банков) права обратиться взыскана на заложенное имущество может быть: а) момент окончания срока исполнения обязательства (срока ссуды); б) срок погашения ссуды плюс льготный срок, предусмотренный договором о залоге.

Гражданским кодексом РФ установлены два способа обращения взыскания. Первый – путем предъявления иска в суд. Он используется в случаях, если:

- предметом залога является недвижимое имущество;
- для заключения договора о залоге требовалось согласие или разрешение другого лица или органа;
- предметом залога является имущество, имеющее для общества значительную художественную, историческую или иную ценность;
- залогодатель отсутствует и установить место его нахождения невозможно.

Обращение в суд кредитора осуществляется на основе искового заявления с приложением необходимых документов.

Второй способ - без судебного решения – используется в основном в двух случаях:

- в отношении движимого имущества, если это предусмотрено в договоре залога или установлено дополнительным письменным соглашением банка и залогодателя;

- в отношении недвижимого имущества, если после истечения срока платежа по кредитному договору между банком и залогодателем заключено нотариально удостоверенное соглашение.

Реализация заложенного имущества при обоих способах обращения взыскания производится путем продажи заложенного имущества с публичных торгов. Начальная продажная цена имущества, с которой начинаются торги, определяется: а) решением суда, если обращение взыскания на имущество производится в судебном порядке; б) соглашением залогодержателя с залогодателем – в остальных случаях.

Резюмируя вышесказанное можно выделить следующие обязанности Организатора сделки:

К основным обязанностям Организатора относятся:

1) Поиск предполагаемых кредиторов для участия в синдикате,  
2) Подготовка совместно с заемщиком пакета документов, содержащего необходимую информацию о предполагаемом кредите - информационного меморандума (information memorandum),

3) Подготовка документов юридического характера для предоставления кредита — проекта кредитного соглашения и других документов.

4) Определение возможных долей участия кредиторов в предоставлении кредита и соответствующие им размеры комиссий за участие (participation front-end fee). Организатор может установить сумму минимального участия в предоставлении кредита. Чем больше сумма предоставляемых кредитором средств, тем больше размер комиссии за участие, уплачиваемой заемщиком в дополнение к процентам за пользование кредитом. Комиссия за участие является разовой и призвана стимулировать потенциальных кредиторов к участию в кредите в большем объеме. При установлении комиссии за участие банк-организатор учитывает также общий размер комиссии за открытие

кредита (front-end fee), закрепленный в договоре и включающий в себя, помимо комиссии за участие, комиссию за организацию кредита (arrangement front-end fee) и комиссию за гарантирование размещения кредита (underwriting front-end fee).

5) В том случае, если распределенная сумма оказалась меньше необходимого размера, когда один из участников отказался от своей доли кредита без объективных причин, Организатор может признать сделку несостоявшейся и получить комиссию за отмену сделки (drop-dead fee). Либо выдать заемщику кредит в сумму, которую удалось собрать с кредиторов. В случаях, когда сумма кредита может быть больше, Организатор либо согласует с заемщиком предоставление кредита в большем размере, либо осуществляет корректировку заявленных кредиторами сумм участия путем их пропорционального уменьшения.

б) Управление залогом, где можно различить следующие обязанности Финансового консультанта: выбор предмета залога, осуществление оценки предметов залога, составление и исполнение договора о залоге, контроль за стоимостью залога в течение действия кредитного соглашения, требование увеличить залог в случае снижения его стоимости, обращение взыскания на залог.

**Проведем оценку нормативно-правовой базы рынка синдицированного кредитования в России и за рубежом.**

Взаимодействия между участниками банковского синдиката определяются нормами права. С правовой точки зрения синдикат представляет собой объединение кредиторов с целью предоставления кредита заемщику.

Синдикаты кредиторов принято делить на «правильные» синдикаты ("true" syndicate) и синдикаты «участия» ("participation" syndicate).

**В правильном синдикате** каждый кредитор вступает в непосредственные отношения с заемщиком, при этом синдикат может быть сформирован, как до, так и после заключения кредитного договора. При возникновении «правильного» синдиката появляется договор



синдицированного кредита, единый для всех кредиторов и заемщика, посредством перевода долга или уступки прав происходит смена кредиторов в договоре синдицированного кредита. Синдикат кредиторов в договоре образует множественность лиц на стороне кредитора, обязательства кредиторов носят долевой характер. Каждый участвующий в сделке кредитор сохраняет самостоятельность, выступает в пределах взятых на себя обязательств и не отвечает за действия иных участвующих в сделке кредиторов.

**В синдикате участия** один кредитор вступает в обычный двусторонний кредитный договор с заемщиком, но затем «продает» «участие» в таком кредите другим кредиторам. При возникновении синдиката «участия» обычный кредитный договор существует наряду с договорами участия. Кредиторы - участники не имеют прямых требований к заемщику и не вступают с ним в договорные отношения, равно как не связаны юридически с иными участниками синдиката, если первоначальный кредитор заключил иные договоры участия с другими кредиторами. Однако каждый из участников «финансирует» определенную часть кредита, предоставляемого заемщику, и условия договора участия соответствуют условиям кредитного договора. Кредитор-участник не отвечает за исполнение обязательств другими участниками, то есть обязательства кредиторов-участников носят раздельный характер.

К основным юридическим признакам и особенностям соглашения синдицированного кредита относят следующие: 1) соглашение является многосторонним договором, объединяющим все банки-участники; 2) обязательства банков-участников раздельные; 3) обязательства банков-участников долевые; 4) кредит предоставляется заемщику на необеспеченной основе, но под условием запрета залога, что обеспечивает равенство прав банков-участников в случае несостоятельности заемщика; 5) участвует банк-организатор, выполняющий функции посредника между заемщиком и потенциальными банками-участниками на этапе подготовки соглашения.

Рассмотрим юридические особенности проведение сделок синдицированного кредита более подробно.

В настоящее время организаторами синдицированного кредитования являются зарубежные банки, которые имеют значительный опыт при организации и оформлении таких сделок. В этой связи данные кредитные сделки можно отнести к международным. Международной кредитной сделкой признается сделка, в которой банк или хотя бы один из банков, входящих в состав банковского синдиката, и заемщик расположены в различных государствах (трансграничные международные кредитные сделки, cross border), а также сделка, в которой кредит предоставляется банком заемщику в валюте третьей страны или в нескольких выбранных валютах и при этом банк и заемщик расположены в различных государствах (трансвалютные или мультивалютные международные кредиты, cross currency).

На сегодняшний день отмечается отсутствие единообразных международно-правовых материальных норм, регулирующих международные кредитные сделки. Это обусловлено не только сравнительно недавним возникновением рассматриваемых отношений, но и особым значением развития негосударственного регулирования синдицированного кредитования на международном рынке. Однако в некоторых случаях к отдельным вопросам, возникающим при заключении и исполнении сделок синдицированного кредитования, могут применяться иные международные договоры. К отношениям, возникающим при организации синдицированного кредитования, могут применяться положения Гаагской конвенции о праве, применимом к агентским соглашениям 1978 г. Для установления подлежащих применению к заключенным договорам материальных норм национального права возможно использование Римской конвенции о праве, применимом к договорным обязательствам 1980г.

Национальное законодательство отдельных государств может регулировать сделки синдицированного кредитования посредством применения норм, содержащихся в законах, различных подзаконных актах, в основном, в

актах, издаваемых органами банковского надзора, в иных источниках национального права. Удельный вес источников права в отдельных государствах различен и зависит от особенностей правовой системы отдельных стран. Нормы национального права применяются либо как нормы права, регулирующие договор (*lex causae*), либо как отдельные императивные правила, применяемые к отношениям сторон в силу своего публично-правового характера независимо от избранного права. В частности, банки — участники синдицированного кредита, вне зависимости от места совершения сделки, должны соблюдать требования банковского надзора, установленные в государствах, резидентами которых они являются.

В различных странах степень регулирования сделок синдицированного кредитования не одинакова. В некоторых государствах действуют специальные нормативные акты, подробно регулирующие заключение и исполнение сделок синдицированного кредитования. В других странах отсутствует детальная регламентация сделок синдицированного кредитования, но такие сделки упоминаются в действующих нормативных актах в целях публично-правового регулирования.

Участники европейского организованного финансового рынка при заключении договоров синдицированного кредитования применяют стандартные формы документов, разработанные созданной в Великобритании Ассоциацией кредитного рынка.

В декабре 1996 г. в Лондоне несколько крупных банков с целью создания организованного рынка синдицированного кредитования учредили Ассоциацию кредитного рынка. Основным направлением деятельности Ассоциации стало содействие эффективному развитию рынка путем налаживания его инфраструктуры, выработки единых форм документов и правил поведения на рынке.

За несколько лет работы Ассоциацией кредитного рынка было подготовлено несколько пакетов документов, используемых в синдицированном кредитовании с момента организации кредита до момента

его погашения. Среди таких документов представлены как формы договоров, так и формы различных вспомогательных документов, применяемых в процессе заключения договоров и их последующего исполнения. Документы были сгруппированы в пакеты в зависимости от области применения (на первичном или вторичном рынке) и особенностей синдицированных кредитов (обычные или связанные с повышенным риском для кредиторов).

Сегодня в практике синдицированного кредитования используют Рекомендуемые формы договоров, которые представляют собой набор жестких (hard provisions) и мягких условий (soft provisions).

Жесткие условия устанавливают толкование основных понятий, механизм осуществления сделки, в том числе порядок предоставления и погашения кредита, порядок уплаты процентов, закрепляют права и обязанности сторон в отношениях банка-агента и заемщика, отношениях кредиторов между собой, порядок изменения состава кредиторов, регулируют порядок возмещения уплаченных налогов между сторонами соглашения и вопросы выбора применимого права. Если стороны сделки договариваются об использовании рекомендуемых Ассоциацией форм договоров, жесткие условия таких договоров в процессе переговоров изменены быть не могут.

Мягкие условия рекомендуемых форм определяются сторонами с учетом особенностей сделки. Такими условиями являются предварительные условия предоставления кредита, порядок целевого использования кредита, определение случаев досрочного исполнения обязательств и некоторые другие вопросы.

Применение стандартных форм предполагает соблюдение ряда условий, среди которых следующие: 1) средства предоставляются в виде срочного и/или возобновляемого кредита; 2) заемщик обладает определенным инвестиционным рейтингом, 3) банк-агент в сделке является участником Лондонского кредитного рынка, 4) сделка заключается и исполняется на Лондонском кредитном рынке или на любом другом финансовом рынке Европы (euromarkets), 5) применимым правом является право Великобритании.<sup>48</sup>

Рекомендуемые формы соглашений применяются в строго определенной области предпринимательской деятельности - на организованном рынке синдицированного кредитования в Лондоне или Европе. Рассматриваемые документы используются в сделках с участием иностранцев.

Однако, как указано в самих стандартных формах, Руководствах по их применению, а также многочисленных заявлениях Ассоциации, применение рекомендуемых форм не является обязательным. Рекомендуемые формы соглашений являются основой переговоров сторон и моделью для формирования условий окончательного договора.

Следует отметить, что стандартные формы соглашений являются сложившимися на рынке торговыми обычаями. Они подлежат непосредственному применению к отношениям сторон только в случае, если стороны договорились об этом. В то же время, при рассмотрении споров суды могут применять их для установления содержания отдельных торговых обычаев. Поскольку на европейском организованном рынке синдицированного кредитования рассматриваемые типовые формы достаточно часто используются при заключении договоров между контрагентами из различных государств, их можно считать самостоятельными источниками *lex mercatoria*.

Правовой основой синдицированного кредитования являются статьи 308, 321 и 322 части I Гражданского кодекса Российской Федерации (далее - ГК РФ), согласно которым в качестве каждой стороны договора - кредитора или должника - могут участвовать одно или одновременно несколько лиц. Если в обязательстве участвуют несколько кредиторов или несколько должников, то каждый из кредиторов имеет право требовать исполнения, а каждый из должников обязан исполнить обязательство в равной доле с другими постольку, поскольку из закона, иных правовых актов или условий обязательства не вытекает иное. Обязанности нескольких должников по обязательству, связанному с предпринимательской деятельностью, равно как и требования нескольких кредиторов в таком обязательстве, являются солидарными, если законом, иными правовыми актами или условиями обязательства не

предусмотрено иное.

В остальных аспектах к синдицированному кредиту, в полной мере применяются положения главы 42 «Заем и кредит» ГК РФ.

В соответствии с российским законодательством по договору о предоставлении синдицированного кредита несколько банков или иных кредитных организаций (кредиторы) обязуются предоставить денежные средства (кредит) заемщику напрямую или через банк-агент в размере и на условиях, предусмотренных договором о предоставлении синдицированного кредита, а заемщик должен возратить им полученную денежную сумму и уплатить проценты на нее через банк-агент.

Заключение договора о предоставлении синдицированного кредита не противоречит гражданскому законодательству Российской Федерации. Согласно ст. 308 ГК РФ в обязательстве в качестве любой из его сторон (кредитора и должника) могут участвовать одно или одновременно несколько лиц.

В договоре о предоставлении синдицированного кредита на стороне кредитора выступают несколько кредитных организаций. Следовательно, данный договор приобретает характер обязательства с множественностью лиц на стороне кредитора, где каждый из кредиторов обязуется предоставить заемщику денежные средства в равных долях, если иное не предусмотрено соответствующим договором (ст. 321 ГК РФ). В данном случае предмет обязательства единый, хотя бы и делимый, поэтому обязательство приобретает характер обязательства множественностью лиц. При этом, как правило, в зависимости от того, делим предмет обязательства или нет, образуется тот или иной вид обязательства: долевое и солидарное.

Договор о предоставлении синдицированного кредита является не самостоятельным гражданско-правовым договором, а одной из разновидностей кредитного договора, поэтому базируется на тех же принципах, что и обычный кредитный договор; меняются только механизм аккумуляции кредитных ресурсов и техника предоставления денежных средств.

Кредитный договор, в свою очередь, представляет собой отдельный вид договора займа, предназначенный для использования в банковской деятельности. Его экономическое значение состоит в том, что он служит правовой формой деятельности кредитной организации, направленной на размещение денежных средств, привлеченных во вклады и на банковские счета. В целом, кредитный договор является особой, самостоятельной разновидностью договора займа и что необходимо в субсидиарном порядке применять для его регулирования правила о займе, если иное не вытекает из существа кредитного договора (п. 2 ст. 819 ГК РФ).

Договор о предоставлении синдицированного кредита, как и кредитный договор, является консенсуальным, возмездным; единственное его отличие от кредитного договора состоит в том, что для того, чтобы кредитный договор признавался Банком России договором о предоставлении синдицированного кредита, он должен отвечать условиям, определяемым Банком России. Таким образом, при составлении договора о предоставлении синдицированного кредита необходимо руководствоваться главой 42 ГК РФ и нормативными актами Банка России.

## **2. Условия, при которых в соответствии с российским законодательством кредит признается синдицированным.**

Возможность заключения договора между банками о выделении денежных средств для выдачи синдицированного кредита и договора о предоставлении синдицированного кредита подтверждается в инструкции Банка России 110-И, согласно которой при отнесении кредитов к синдицированным, т. е. кредитам, в связи с предоставлением которых риск невозврата принимается двумя или более банками в соответствии с заключенным между ними договором (договорами).

Существенными условиями договора синдицированного кредитования будут являться:

- Сумма выдаваемого кредита;
- Порядок выдачи суммы кредита и возврата;

- Размер долевого участия в синдикате каждого из банков;
- Размер процентов и порядок их уплаты;
- Определение банка – агента, через который осуществляются расчеты между заемщиком и банками– участниками синдиката.

В соответствии с данным нормативным актом Банк России выделяет следующие формы синдицированного кредитования.

**Совместно инициированным синдицированным кредитом** считается совокупность отдельных кредитов, займов, депозитов, предоставленных кредиторами (участниками синдицированного кредита или синдиката) одному заемщику, если каждый из договоров о предоставлении кредита, займа, депозита, заключенных между заемщиком и кредиторами, отвечает таким условиям:

- срок погашения обязательств заемщика перед кредиторами и величина процентной ставки идентична для всех договоров;

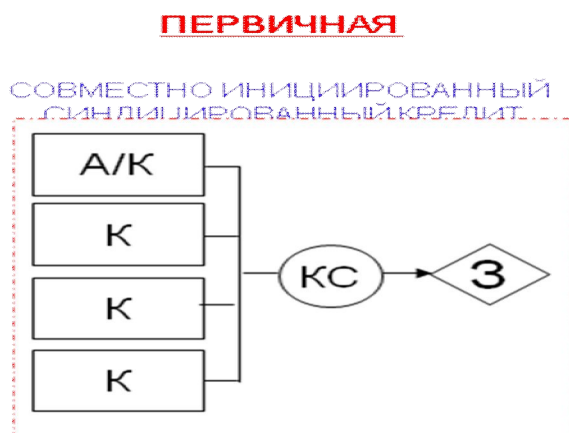
- каждый кредитор обязан предоставить денежные средства заемщику в размере и на условиях, предусмотренных отдельным двусторонним договором;

- каждый кредитор обладает индивидуальным правом требования к заемщику (основной суммы долга и процентов по кредиту) согласно условиям заключенного двустороннего договора, соответственно требования к заемщику о возврате полученных денежных сумм (основного долга и процентов) имеют индивидуальный характер и принадлежат каждому конкретному кредитору в размере и на условиях, предусмотренных заключенными договорами;

- все расчеты, касающиеся предоставления и погашения кредита, ведутся через кредитную организацию, которая может одновременно являться кредитором (участником синдиката) и банком-агентом. Банк-агент действует от лица кредиторов на основании многостороннего соглашения, которое содержит общие условия предоставления заемщику синдицированного кредита (общий размер кредита и доли участия каждого банка, величину процентной ставки, срок погашения кредита), а также определяет взаимоотношения между кредиторами и банком-агентом.



Такая модель синдицированного кредита носит название первичной модели.



Сокращения:

АК – Агент Кредиторов

З – Заемщик

К – Кредиторы

СУ – Соглашение об участии

КС – Кредитное соглашение

Рисунок 28. Первичная модель синдицированного кредитования

Таким образом, в случае совместно инициированного кредита заключаются следующие договоры:

а) несколько кредиторов заключают между собой многостороннее соглашение, определяющее общие условия предоставления заемщику синдицированного кредита и кредитную организацию, исполняющую агентские функции, через которую производятся все расчеты, связанные с предоставлением и погашением кредита;

б) все кредиторы — участники данного многостороннего соглашения заключают с одним и тем же заемщиком самостоятельные кредитные договоры, в каждом из которых содержатся идентичные условия о сроке погашения обязательств и о процентной ставке.

Анализируя договорную базу совместно инициированного кредита можно сказать, что в юридическом оформлении участвуют такие виды договоров:

- Многостороннее соглашение кредиторов с банком-агентом. Банк-агент является посредником и представителем кредиторов в отношении

заемщика в части расчетов по кредитным договорам. Заемщик осуществляет погашение кредита и выплату процентов на его корреспондентский счет

- Отдельные двусторонние соглашения кредиторов с заемщиком на одинаковых условиях: ссудные счета заемщику открываются всеми кредиторами. Перечисление денежных средств заемщику осуществляется на его расчетный счет в банке заемщика.

- Договор об организации синдицированного кредита между организатором синдиката и заемщиком, где отражаются 1) условия разработки предложений по структуре и параметрам кредита, предварительное согласование основных условий и параметров кредита; 2) организация синдиката

- Многостороннее соглашение между кредиторами, заемщиком и организатором синдиката об управлении обеспечением кредитных сделок: залогодержатели – все кредиторы. В случае дефолта Заемщика обеспечение (или средства от реализации заложенного имущества) распределяется между Кредиторами пропорционально объемам выданных кредитов

Рассматривая данный вид синдицированного кредита с экономической точки зрения, то можно выделить такие его преимущества:

- Риски кредитования уменьшаются (распределяются между всеми участниками синдиката пропорционально долям их участия в кредите)

- У Банка заемщика появляется возможность осуществлять полноценное кредитование крупного клиента без нарушения обязательных нормативов Банка России и при недостатке свободных денежных средств

- Банк-агент (Опорный банк) увеличивает объем активных операций с приемлемыми рисками в условиях недостатка у него надежных заемщиков

- Каждый участник синдиката рассчитывает обязательные нормативы (Н1, Н6 и Н7) и формирует резервы на возможные потери по ссудам в отношении заемщика и только по своей доле участия в синдицированном кредите

- Обеспечение по выданному синдицированному кредиту находится в управлении 3-ей стороны - **Организатора синдиката**, что повышает уверенность участников синдиката в его надлежащей сохранности

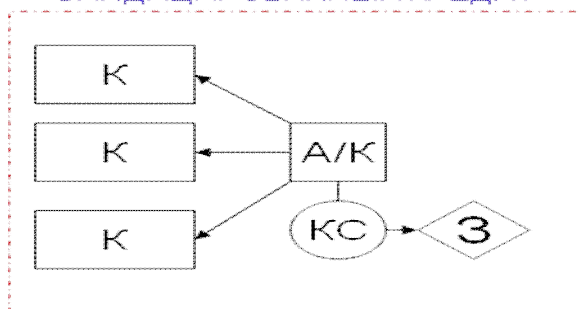
**К** индивидуально инициированному синдицированному кредиту относится кредит, предоставленный банком (первоначальным кредитором) от своего имени и за свой счет заемщику, права требования (их часть) по которому впоследствии уступлены первоначальным кредитором третьему лицу (лицам) (банкам - участникам синдиката) при выполнении следующих условий:

— доля каждого банка - участника синдиката в совокупном объеме приобретаемых ими прав требования к заемщику (основной суммы долга и процентов по кредиту) определяется соглашениями между банками - участниками синдиката и первоначальным кредитором и фиксируется в каждом отдельном договоре об уступке прав требования, заключенном между первоначальным кредитором и банком - участником синдиката;

— порядок действий банков - участников синдиката в случае неплатежеспособности (банкротства) заемщика, в том числе обращения взыскания на залог, иное обеспечение по кредиту в случае наличия такового определен многосторонним договором.

### УСТУПКА КРЕДИТА

ИНДИВИДУАЛЬНО ИНИЦИИРОВАННЫЙ  
СИНДИЦИРОВАННЫЙ КРЕДИТ



Сокращения:

АК – Агент Кредиторов

З – Заемщик

К – Кредиторы

СУ – Соглашение об участии

КС – Кредитное соглашение

Рисунок 29. Модель индивидуального кредита

Следовательно, в случае индивидуально инициированного синдицированного кредита совершаются следующие договоры:

а) кредитный договор с участием первоначального кредитора, заключенный им от своего имени и за свой счет, права требования по которому впоследствии уступлены третьему лицу (лицам);

б) многостороннее соглашение об уступке прав требования по кредитному договору между первоначальным кредитором и каждым из банков- участников синдиката, в котором определяются доля каждого банка в совокупном объеме приобретаемых ими прав требования к заемщику (сумма основного долга и проценты) и условия удовлетворения требований банков-участников синдиката в случае неплатежеспособности заемщика.

Предмет такого многостороннего соглашения состоит в том, что банки — участники синдиката обязуются совместно действовать в целях удовлетворения своих требований в случае неплатежеспособности заемщика. В соглашении может быть, сказано, что каждый из кредиторов имеет самостоятельное требование, к должнику в совокупном объеме приобретенных ими прав. Таким образом, каждый из кредиторов управомочен истребовать, исполнения, лишь в "своей" доле» и никто из сокредиторов не вправе получить от должника сверх своей доли. Выплата соответствующей доли влечет прекращение обязательства в этой части.

Так как, первоначальным банком-кредитором заключается кредитный договор своего имени и за свой счет, соответственно изначально в договоре определяются условия кредитования (сумма, срок кредитования, процентная ставка). Впоследствии, при уступке прав требования по кредитному договору другим долевым участникам синдиката, в соответствии со ст. 384 ГК РФ право первоначального кредитора переходит к новому кредитору в том объеме и на тех условиях, которые существовали к моменту перехода права. Соответственно условия кредитования будут одинаковыми для всех долевого участников синдиката. В частности, к новому кредитору переходят права, обеспечивающие исполнение обязательства.

Первоначальный кредитор, уступивший требование, отвечает перед новым кредитором за недействительность переданного ему требования, но не отвечает за неисполнение этого требования должником, кроме случая, когда первоначальный кредитор принял на себя поручительство за должника перед новым кредитором (статья 390 ГК РФ).

В соответствии со ст. 355 ГК РФ залогодержатель вправе передать свои права по договору о залоге другому лицу с соблюдением правил о передаче прав кредитора путем уступки требования (ст. 382 – 390 ГК РФ). Уступка залогодержателем своих прав по договору о залоге другому лицу действительна, если тому же лицу уступлены права требования к должнику по основному обязательству, обеспеченному залогом.

Договоры об уступке прав требования между первоначальным кредитором и банками — участниками синдиката должны совершаться в простой письменной форме и иметь возмездный характер. С момента уступки права требования на место первоначального заступает новый кредитор, к которому право требования переходит в том состоянии, в каком оно было у первоначального кредитора. При этом первоначальный кредитор может остаться кредитором — участником синдиката в определенной части. Если первоначальный кредитор в рамках заключённого им кредитного договора выдал заемщику не все денежные средства, то одновременно с уступкой права (требования) он также переводит долг на кредиторов — участников синдиката. В соответствии со ст. 391 ГК РФ перевод должником своего долга на другое лицо допускается лишь с согласия кредитора. Следовательно, для подписания договора об уступке прав требования необходимо согласие заемщика.

**Синдицированным кредитом без определения долевых условий** называется кредит (заем, депозит), выданный банком — организаторов синдицированного кредитования (далее банк — организатор синдиката) заемщику от своего имени в соответствии с условиями заключенного с заемщиком кредитного договора, при условии заключения банком — организатором синдиката кредитного договора с третьим лицом (третьими

лицами), в котором (которых) определено, что указанное третье лицо (указанные третьи лица):

— обязуется (обязуются) передать банку — организатору синдиката денежные средства не позднее окончания операционного дня, в течение которого банк — организатор синдиката должен предоставить заемщику денежные средства в соответствии с условиями кредитного договора;

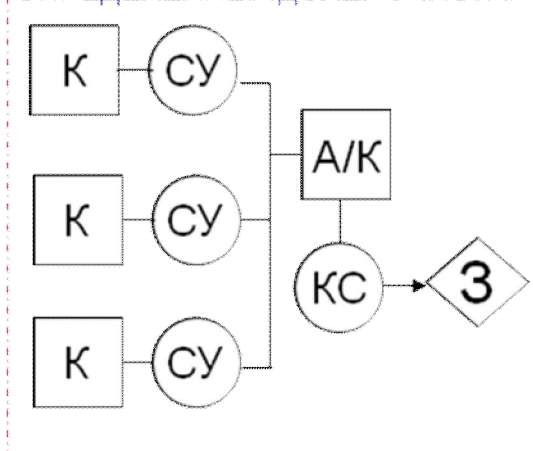
— вправе требовать платежей по основному долгу, процентам, а также иных выплат в размере, в котором заемщик исполняет обязательства перед банком — организатором синдиката по погашению основного долга, процентов и иных выплат по предоставленному ему банком кредиту, не ранее момента реального осуществления соответствующих платежей.

Кредит не считается синдицированным без определения долевых условий, если соглашение между банком — организатором синдиката и третьим лицом предусматривает условие о предоставлении банком обеспечения на полученные от третьего лица денежные средства и срок возврата банком основного долга, процентов и иных выплат третьему лицу наступает до момента реального исполнения заемщиком соответствующих обязательств.

Такая модель синдицированного кредитования носит название вторичной.

## ВТОРИЧНАЯ

СИНДИЦИРОВАННЫЙ КРЕДИТ БЕЗ  
ОПРЕДЕЛЕННЫХ ДОЛЕЙ УЧАСТИЯ



Сокращения:

АК – Агент Кредиторов

З – Заемщик

К – Кредиторы

СУ – Соглашение об участии

КС – Кредитное соглашение

Рисунок 30. Модель вторичного синдицированного кредита.

Таким образом, синдицированный кредит без определения долевых условий должен быть оформлен следующим образом:

а) банк — организатор синдиката заключает с третьим лицом (третьими лицами) кредитный договор, по условиям которого денежные средства предоставляются банку в течение операционного дня, и в тот же день он обязан предоставить денежные средства заемщику;

б) с заемщиком банк — организатор синдиката заключает отдельный кредитный договор на сумму меньшую или равную сумме, предоставляемой в этот день банком — организатором синдиката заемщику на срок, наступающий одновременно или после момента реального исполнения заемщиком соответствующих обязательств. При этом третье лицо (третьи лица) вправе требовать платежей по основному долгу, процентам, а также иных выплат в размере, в котором заемщик исполняет обязательства перед банком — организатором синдиката, но не ранее момента реального осуществления соответствующих платежей.

Правоотношения кредиторов – участников синдицированного кредита без определения долей могут регулироваться статьей 1041 «Договор простого товарищества» ГК РФ. Так, по договору простого товарищества (договору о совместной деятельности) двое или несколько лиц (товарищей) обязуются соединить свои вклады и совместно действовать без образования юридического лица для извлечения прибыли или достижения иной не противоречащей закону цели.

Необходимыми условиями, которые следует иметь в виду, планируя организацию такой модели синдицированного кредита, являются:

- надежность заемщика и финансируемого проекта;
- возможность получения согласия других банков на участие в кредитовании;
- конкретизация срока, порядка выдачи и погашения кредита, а также определение валюты кредита;
- тщательный анализ финансовой деятельности и инвестиционных планов заемщика;
- исследование возможных рисков и методов их страхования, способов обеспечения обязательств заемщика.

В зависимости от характера перечисленных факторов определяются вид кредита (среднесрочный, долгосрочный), процент за кредит (с учетом спроса и предложения кредитных ресурсов, срока и размера кредита, степени риска по данной операции), техника предоставления кредита.

Вопрос *ценообразования синдицированного кредита* является очень важным, т.к. одной из проблем в процессе формирования банковского синдиката является разница в цене размещаемой доли кредитов. У одних банков – это одна цена, у других она может больше/меньше в силу влияния различных факторов. В этой связи банки- кредиторы могут не договориться по размещаемому кредиту и синдикация может не состояться.

Рассматривая вопросы формирования цены синдицированного кредита следует указать, что в общем, на нее оказывают влияние те же факторы, что при



ценообразовании на банковский монокредит (рис. 31).



Рисунок 31. Факторы, воздействующие на цену банковской услуги.

Рассмотрим более подробно каждый из представленных на рис. 30 ценовых факторов.

*Стоимостной фактор цены.* Стоимость- это воплощенные в услуге затраты, которые представляют величину ресурсов в денежной форме, использованных для предоставления услуги клиенту. Стоимостной фактор банка является составляющим внутренних факторов цены, на который банк способен воздействовать самостоятельно, однако испытывает на себе влияние внешнего характера со стороны государства и рынка. В частности, государством регламентирован процесс формирования себестоимости банковской услуги Налоговым кодексом РФ, гл.25, статья 291, а также нормы налоговой нагрузки, оказывающей влияние на стоимость факторов производства и рабочей силы. Рынок, в свою очередь, формирует стоимость привлеченных для банка ресурсов, стоимость рабочей силы, прочих факторов производства банковской услуги.

*Прибыль*, являясь составляющим элементом цены, стимулирует экономический рост, рост акционерного капитала, рост экономической добавленной стоимости, это основной экономический показатель деятельности банка, на который наибольшее воздействие оказывает цена, кроме увеличения объема продаж через рост доли рынка и снижения затрат.

*Фактор совокупного банковского риска* оказывает влияние на цену в зависимости от его размера. Банк России, управляя рисками, законодательно ограничивает деятельность банков, устанавливая нормы, выполнение которых минимизируют последствия, нанесенные теми или иными рисковыми сделками.

*Рыночная конъюнктура* оказывает влияние на цену в зависимости от спроса и предложения, а также от того, насколько избыток предложения обостряет конкуренцию между банками. В частности, в случае, если объем услуг, поступивших на рынок, не покрывает действительного спроса, то цена на услугу будет расти. Если количество услуг на рынке превышает спрос, то цена будет снижаться.

*Имидж банка* является совокупной характеристикой таких показателей как устойчивость банка, платежеспособность, кредитоспособность, надежность и т.д. Образ банка у потребителей формируется в зависимости от уровня данных показателей, таким образом, положительный имидж позволяет банку расширить ценовые границы за пределы рынка, когда данная надбавка будет восприниматься потребителем как плата за надежность. Критериями оценки имиджа банка принято использовать рейтинги банка, составленные ведущими российскими и зарубежными аналитическими (рейтинговыми) компаниями.

*Информационно-техническая* оснащенность предполагает наличие информационных каналов банка, техническую и информационную оснащенность казначейства банка, а также front-, middle- и back office, качество программного и сетевого обеспечения, уровень развития автоматизированного операционного контроля в режиме on-line, наличие современного оборудования и программных комплексов, защиту данных и информации. Необходимо отметить, что фактор информационно-технической оснащенности отражается в

стоимостном факторе как совокупность затрат на техническое оснащение. Однако такие параметры как качество, скорость обслуживания, наличие быстрой связи с биржами, банками- корреспондентами оказывает свое самостоятельное влияние на цену без учета стоимости информационно-технологического обеспечения. *Характер банковского бизнеса* определяется направленностью банка при предоставлении определенного типа услуг. Анализ существующих факторов позволяет выделить условия, способствующие снижению цены и вызывающих рост цен.

Таблица 32.

### Границы реального воздействия факторов на цену банковской услуги

Фактор	Влияние фактора на цену	
	Рост цены	Снижение цены
Стоимостной фактор	Увеличение совокупных затрат на производство банковской услуги, в том числе налоги	Снижение совокупных затрат на производство банковской услуги, в том числе налоги
Цель банковской организации	Краткосрочная максимизация прибыли Лидерство в качестве Увеличение дохода от инвестиций	Дальнейшее существование банка- стабильность, благоприятный климат Максимальное увеличение сбыта Внедрение на рынок, увеличение доли рынка.
Совокупные банковские риски	Рост степени определенного вида риска- рост ценовой премии	Снижение степени определенного вида риска- снижение ценовой премии
Профит- фактор	Рост уровня доходности инвестиций	Снижение уровня доходности инвестиций
Характер банковского бизнеса	Мелкий банк, с неразвитой филиальной и корреспондентской сетью, охватывающий малый сектор рынка	Крупный банк, с хорошо развитой филиальной и корреспондентской сетью, оказывающий, оказывающий широкий спектр услуг
Характер взаимоотношений банка и клиента	Не клиент банка, либо эпизодически возникающие отношения	Клиент банка с хорошей репутацией, с длительной историей взаимоотношений
Имидж банка	Надежный банк, с наличием современных технологий, с развитым дополнительным сервисом	Банк, с недостаточной информированностью о нем аудиторией, рассчитанный на предоставление типовых услуг, с неразвитым дополнительным сервисом
Информационно-техническая оснащенность	Отсутствие современного оборудования, программного обеспечения, информационной оснащенности, значительный объем ручного труда	Наличие современного оборудования, программного обеспечения, информационной оснащенности
Операционная среда деятельности банка, ограниченная государством, в т.ч.:		
- ставка рефинансирования ЦБ, ставка(ФОР), налоговые ставки	Увеличение ставки- сжатие денежной массы- рост спроса на денежный ресурс	Снижение ставки- увеличение денежной массы- рост предложения денежного ресурса
- состояние государственного бюджета 1) дефицит бюджета 2) профицит бюджета	Рост спроса на денежный ресурс со стороны государства Рост уровня доходности <sup>193</sup>	Рост предложения денежного ресурса со стороны государства Снижение уровня доходности
Правовой фактор	Отсутствие антимонопольного законодательства Отсутствие валютных ограничений и контроля	Наличие антимонопольного законодательства Наличие валютных ограничений и контроля
Рыночные факторы		
- спрос	Рост спроса	Снижение спроса
- предложение <sup>194</sup>	Снижение предложения	Увеличение предложения
- конкуренция	Монополистический рынок, олигополистический рынок в случае роста цены у лидера, рынок монополистической конкуренции в случае высокого качества банковского продукта.	Рынок монополистической конкуренции в случае низкого качества банковского продукта, рынок чистой конкуренции

<sup>193</sup> Данный фактор играет двоякую роль- повышение уровня доходности как физических, так и юридических лиц может уменьшить спрос на ресурс со стороны субъектов, тем самым снизить цену.

<sup>194</sup> Взаимозависимое влияние цены и предложения- рост цены на рынке вызывает рост предложения с целью получения большего объема дохода, рост предложения- вызывает снижение цены в связи с пресыщением рынка данным видом услуги

В той связи, что синдицированный кредит включает в себя несколько кредиторов, что отличает его от монобанковского кредита, его ценообразование имеет ряд отличий, которые заключаются в составляющих цены синдицированного кредита.

Стоимость привлечения синдицированного кредита.

Конечная стоимость заимствований заемщика через банковский синдикат определяется:

- суммой комиссионных платежей,
- банковской маржи
- процентной ставки по кредиту.

**Процентная ставка и маржа.** В настоящее время наибольшее распространение получили кредиты с плавающей процентной ставкой. Обычно за основу берется ставка LIBOR с указанием в кредитном соглашении на конкретные банки. Традиционно фиксация процентной ставки совершается по межбанковским котировкам шестимесячного LIBOR , выставленным заранее оговоренными банками на определенный момент времени. Нередко в качестве первоначального ориентира используется межбанковская кредитная ставка FRABBA -среднемесячное значение процентных ставок 12 лондонских банков на межбанковском рынке, по которым оцениваются депозиты на определенную валюту и срок, и которые сообщаются Центральным банком Англии в 11:00 по лондонскому времени. По аналогии с LIBOR ориентиром может выступить WIBOR (Бахрейн), PIBOR (Париж), FIBOR (Франкфурт), SIBOR (Сингапур), а в США, Канаде и Японии - prime rate .

Номинальная процентная ставка по кредиту вычисляется путем прибавления к базовой ставке-ориентире банковской маржи. Размер маржи определяется, исходя из целого ряда факторов: финансового состояния заемщика, характера займа, рыночной конъюнктуры и т.д. Например, чем дольше срок заимствования, тем выше должна быть маржа из-за неопределенности в долгосрочном изменении процентной ставки, и, соответственно, в доходности операции для банков. Некоторые заемщики

предпочитают платить большие комиссионные платежи, но меньшую маржу, с тем, чтобы убедить потенциальных кредиторов в своей кредитоспособности. При таком ценообразовании заемщикам предоставляется выбор между трех- и шестимесячными периодами регулирования процентной ставки по кредиту. Обычно величина маржи составляет от 0,5% до 2,5%, но чаще всего она не превышает 1%.

*Комиссии, возникающие при синдицированном кредите, можно классифицировать следующим образом.*

1. Комиссии, относящиеся к кредиторам:

- комиссия за организацию;
- агентская комиссия или комиссия агенту;
- комиссия за андеррайтинг или комиссия за обязательство

предоставить кредит;

- комиссия за исполнение банком-агентом функций управляющего обеспечением по кредиту.

2. Комиссии, относящиеся к заемщику, а именно юридические комиссии.

3. Комиссии, относящиеся к самой кредитной сделке, а именно комиссия за резервирование.

Таким образом, предлагаем *проект программы развития синдицированного кредитования в России.*

10.1 *Отсутствие четкой нормативной и законодательной базы,* регулирующей процессы совместного синдицированного кредитования, в результате чего в России нет детально проработанных схем юридической ответственности банков – участников друг перед другом и по отношению к заемщику, не ущемляющих их права. Документы Банка России, единственно регулирующие синдицированное кредитование, не соответствуют стандартам, которые применяют иностранные организаторы. В частности, инструкция № 110-И предусматривает три типа синдицированных кредитов: совместно инициированный синдицированный кредит, индивидуально инициированный

синдицированный кредит, а также синдицированный кредит без определения долевых условий. Но на практике ни один из типов синдицированного кредитования, предусмотренных данной инструкцией, по структуре организации и документооборота не соответствует наиболее часто используемым в России структурам синдицированного кредитования. До настоящего времени спорным остается вопрос выбора схемы юридического оформления синдицированного кредитования. В случае двусторонней сделки кредитное соглашение с заемщиком заключает банк-агент, используя привлеченные ресурсы других участников синдиката. Отрицательным последствием такой схемы является ограничение суммы кредита до уровня возможностей одного банка, определяемых размером капитала банка-агента и действующим нормативом по уровню риска на одного заемщика. При заключении заемщиком кредитного соглашения со всеми членами синдиката усложняется процедура принятия решений членами синдиката и внесения изменений в документы, регулирующие взаимоотношения с заемщиком, а также порядок взыскания просроченной задолженности. Кроме того, отсутствие законодательных основ ведет к неопределенности в процессе переуступки одним из кредиторов своей доли участия в синдицированном кредите новому кредитору (частичной переуступке требования по долговому обязательству).

**Для решения данной проблемы** необходимо обратить внимание Государственной Думы, Совета Федерации, Банка России и правительства на необходимость скорейшего уточнения и формирования законодательной и нормативной базы для синдицированного кредитования в части:

- Внести понятие «синдицированного кредита» в Гражданский кодекс;
- Регламентировать ответственность сторон сделки синдицированного кредитования;
- Разработки норм права, регулирующих возможность обращения синдицированных кредитов на вторичном рынке.

- Снизить нормы риска на одного заемщика для банка-агента, выдающего кредит за свой счет и от своего имени

10.2 ***Неупорядоченность налогообложения при переуступке доли синдицированного кредита*** на вторичном рынке: в частности, ст. 155 и 279 Налогового кодекса РФ не предусматривает возможности частичной переуступки долга и порядок налогообложения таковой.

**Для решения данной проблемы** необходимо внести поправки в статьи Налогового кодекса, регламентирующие налогообложение при частичной переуступке долга. С целью стимулирования развития синдицированного кредитования можно предложить снижение налога на прибыль банков – участников.

10.3 ***Низкая капитализация отечественных банков***, что препятствует возможности мелких и средних банков участвовать не только в качестве организаторов или агентов банковских синдикаций, но и в роли со- кредиторов.

**Для решения данной проблемы необходимо** докапитализировать банки, особенно региональные, где основным источником дополнительного капитала могут стать государственные ресурсы, средства частных инвесторов, международные организации и банки развития.

10.4 ***Резкие диспропорции в уровне развития региональных банков и банков, расположенных в центре***, что приводит к нежеланию крупных банков привлекать в качестве участников средние региональные банковские организации, которые не имеют необходимой репутации на международном уровне, да и не могут ее получить. Одной из причин данной ситуации является низкая транспарентность отчетности средних региональных банков, что не позволяет им качественно подходить к участию в синдикациях.

***Резкие различия в структуре пассивов российских банков*** (по объемам, срокам, ставкам привлечения), следствием чего является сложность согласования процентных ставок и комиссий среди банков – кредиторов синдикации (нередко банки выходят из синдикации по причине заниженных для их бизнеса ставок размещения синдицированного кредита). Поэтому первой

сложностью, с которой сталкивается банк – организатор в процессе формирования синдикации, является поиск равнозначных по возможностям партнеров, что не всегда удается сделать быстро (в зарубежной практики сформированы клубы потенциально равных банков, поэтому формирование синдикации значительно ускоряется).

**Для решения данных проблем** можно предложить создание кластеров банков (банковских клубов), которые будут объединять банки по их уровню капитала, активов, структуры пассивов. В рамках данного кластера могут формироваться банковские синдикации, что позволит избежать диспропорций в уровне развития банков- участников.

**11.4 Отсутствие единой системы внешних экономических оценок деятельности и кредитных рейтингов**, как заемщика, так и банков – партнеров. Следствием этого является отказ некоторых банков – кредиторов от размещения своей доли, т.к. по их методикам заемщик или банк- агент не представляются кредитоспособными и надежными партнерами.

**Для решения данной проблемы** необходимо разработать единые подходы к всесторонней и полной оценке финансовой устойчивости и надежности банка и заемщика, что позволит одновременно всем банкам получить одинаковые данные по состоянию заемщика или банка –агента.

**11.5 Сложности в выборе организатора.** Основная причина сложности выбора организатора состоит в отсутствии у отечественных банков – организаторов соответствующей репутации на международных рынках капиталов. Например, имея безупречную международную репутацию, иностранные банки-организаторы придают дополнительную легитимность всей сделке в целом. Выступая в качестве организатора, такие банки как бы дают сигнал другим участникам рынка, что данная компания - заемщик является благонадежной, а также заслуживает внимания и более пристального анализа.

**Для решения данного вопроса** предлагается ввести в роли Организатора финансовую компанию, в функции которой включается как сам процесс организации синдикации, так и финансовые консультации Заемщику и Банкам



– участникам. Введение в число участников некредитной организации объясняется, в первую очередь, тем, что такая организация не представляет конкуренции для банков-участников, поэтому ее услуги будут более активно востребоваться со стороны участников синдикаций. Кроме того, финансовая компания оказывает всестороннюю помощь заемщика, начиная от консультаций по выявлению потребностей в синдицированном кредите и формирования имиджа заемщика, заканчивая организацией банковской синдикации.

11.6 *Не унифицированы и не стандартизированы пакеты документов*, используемые различными банками в кредитном процессе. Из-за отсутствия стандартной кредитной документации по российскому праву (аналогичной документации LMA по английскому праву) банки-организаторы вынуждены адаптировать стандартные кредитные соглашения LMA к российскому праву.

**Для решения данной проблемы** необходимо разработать стандартные пакеты документов. Такую работу могут провести консультационные компании, обобщающие опыт проведения сделок синдицированного кредитования. Кроме того, на консультационные компании можно возложить работу по разработке методической литературы, подробно описывающей организацию банковской синдикации.

11.7 *Высокая степень взаимного недоверия между банками в системе*, что негативно влияет на их готовность предоставлять партнерам долевые кредиты. Далеко не все готовы передать значительную часть активов, направляемых на кредитование на счета банку – агенту, который консолидирует весь объем предоставляемых ресурсов.

**Для решения данной проблемы** на раннем этапе развития синдицированного кредитования можно предложить механизм государственных гарантий банкам – участникам возврата их долей и причитающихся сумм дохода от банка- агента

11.8 Фактором, препятствующим развитию синдицированного кредитования является *отсутствие у абсолютного большинства*

*отечественных банков практического опыта* не только организации, но и участия в синдицированных кредитах, что снижает интерес у большинства банков к данной форме размещения ресурсов. Российские банки пока остаются в стороне из-за высокой конкуренции с зарубежными банками, которые имеют больший опыт в организации синдицированных кредитов. По оценке экспертов, основная часть заимствований организуется зарубежными банками и проводится за рубежом в целях привлечения более дешевых ресурсов. Поэтому подавляющее большинство синдицированных кредитов до сих пор выдается в валюте, а лидерство в организации синдицированных кредитов удерживают иностранные банки.

**Для решения данной проблемы** необходимо на базе Ассоциации российских банков или Ассоциации региональных банков создать подразделение, в функции которого входит сбор, обобщение и анализ проводимых сделок синдицированного кредитования не только на территории России, но и за рубежом. Для этого можно предложить вести реестр синдицированных кредитов.

Следующим фактором можно назвать *отсутствие вторичного рынка синдицированных кредитов*. В результате серьезным препятствием для участия банков - инвесторов в синдикациях является низкая ликвидность таких кредитов. Участники вынуждены отвлекать ресурсы на весь срок кредитования, поскольку сегодня в России нет инструментов, которые позволяют продать часть риска в период действия кредита, например кредитных. Возможность реализации инвестором своей доли в синдицированном кредите сопряжена с такими проблемами, как необходимость переоформления договорной документации, согласование с потенциальным инвестором всех условий кредита и залога, которых, как правило, значительно больше, нежели в облигационном займе.

**Для решения данной проблемы** необходимо сформировать правовой механизм функционирования данного рынка, как вида финансового рынка. Сформировать принципы и стандарты деятельности участников данного рынка.

Создать Институт, аккумулирующий информацию об участниках рынка и проводящих контроль за качеством проведенных сделок продажи долей синдицированного кредита.

И, наконец, основным фактором можно назвать *незнание банками – потенциальными участниками специфических особенностей синдицированного кредитования*. К таким особенностям, в первую очередь, относят риски, юридическое оформление сделки. К специфическим рискам синдицированного кредитования можно отнести: неплатежеспособность банка-агента; риск невыполнения обязательств банком-агентом; риск недостаточного опыта банка-организатора; риск невыполнения обязательств банками-кредиторами. Анализ рисков при синдицированном кредитовании должен быть более детальным, чем при кредитовании на двухсторонней основе. В мировой практике синдицированные кредиты причисляются к категории высококачественных банковских активов. Это объясняется тем, что при проработке вопроса о предоставлении синдицированного кредита весь пакет кредитной документации проходит многократную и всестороннюю проверку представителями кредитных служб всех банков, участвующих в синдикате.

**Для решения данной проблемы**, можно предложить проведение консультаций и согласование общих подходов к решению существующих проблем синдицированного кредитования с государственными регулирующими органами, а также организация практических семинаров с привлечением специалистов из ведущих западных банков, основной темой которых являлась бы организация синдицированного кредитования в его практическом и теоретическом аспектах.

В силу новизны такого вида кредитования, как синдицированное, у большинства российских банков существуют вопросы о сути и об особенностях синдицированного кредитования. Помочь найти ответы хотя бы на часть таких вопросов могли бы систематические консультации более опытных участников данного рынка, а также финансовых консультантов на сайте финансового консультанта. Банк России и различные банковские ассоциации страны (в

частности, Ассоциация региональных банков) могли бы организовывать семинары, конференции для обсуждения актуальных теоретических и практических вопросов.

Для внедрения синдицированного кредитования в практику российских банков предполагается создание межбанковского кредитного комитета, первоочередными функциями которого могут стать:

- ведение реестра синдицированных кредитов;
- сбор образцов документов по оформлению данных кредитов;
- анализ документации по выданным синдицированным кредитам, обсуждение реальных процедур синдикаций, определение практических проблем и разработка вариантов решений;
- обобщение банковской практики, разработка методических материалов и рекомендаций по синдицированному кредитованию (в т.ч. отработка соответствующих вопросов бухгалтерского учета);
- подготовка заключений по спорным ситуациям в рамках синдицированного кредитования (в случае обращения в комитет членов банковских синдикатов);
- консультации и согласование с контролирующими органами общих подходов к решению сложных проблем синдицированного кредитования;
- обсуждение программ развития крупных предприятий региона и предложений крупных заемщиков по планам организации синдицированных кредитов.

## **17. Разработка предложений по развитию исламского банкинга в России**

Потребность мусульманского мира в развитии национальных банков и необходимость соблюдения при этом положений шариата предрешили создание исламских банков. Основными факторами, повлиявшими на развитие исламского банкинга, явились рост численности мусульманского населения во

всем мире, бурное увеличение нефтяных доходов государств восточного региона, принятие механизмов исламского банкинга западными странами и поддержка их на законодательном уровне, и как результат -использование механизмов исламского банкинга традиционными банками и их клиентами, являющимися представителями других конфессий.

Динамика развития инфраструктуры исламских финансовых институтов представлена на рис. 32.

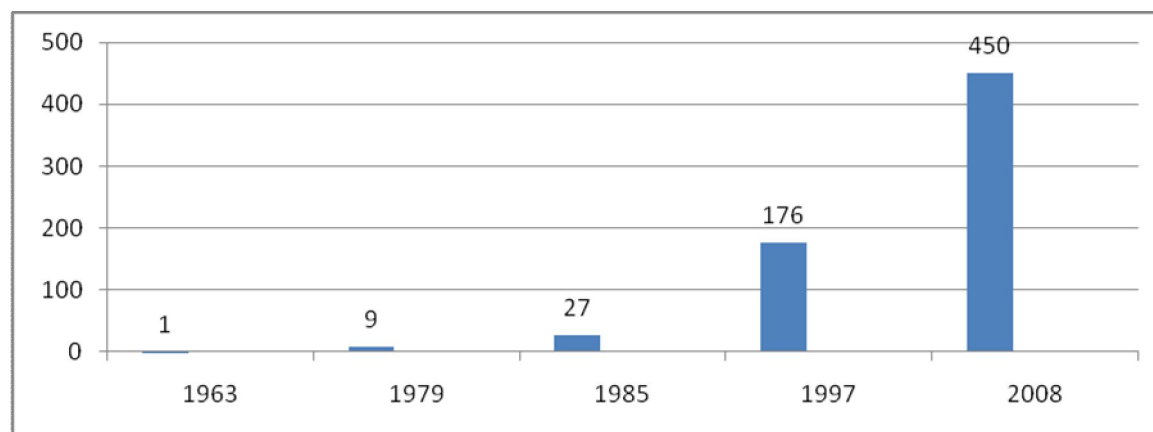


Рисунок 32. Динамика количества исламских финансовых институтов (ед.).

Анализ данных показал, что в XXI столетии активность формирования исламских банков значительно увеличилась, так к концу 2008 г. их количество увеличилось до 450 ед. Существуют две основные причины, почему исламским банкам, чья деятельность регулируется законами шариата, удалось минимизировать потери от финансового кризиса. Во-первых, банки не могут занимать друг у друга деньги под процент, так как процентные ставки попросту запрещены. Во-вторых, они не нагружают себя непрофильными высокорисковыми активами, такими как ипотечные обязательства, предпочитая более надежные, но, возможно, менее доходные активы<sup>195</sup>.

Рассматривая структуру исламских финансов, отдельной единицей выделяются банки, как источники финансирования деятельности предприятий и населения исламских стран<sup>196</sup> (рис. 33).

<sup>195</sup> Д. О'Нейл. Исламские финансы: необходимость унификации //Euromoney, 2008, No. 466, p. 122-123.

<sup>196</sup> Munawar Iqbal, Ausaf Ahmad, Tariqullah Khan. Challenges Facing Islamic Banking. Jeddah, 2008. P. 14 - 15.

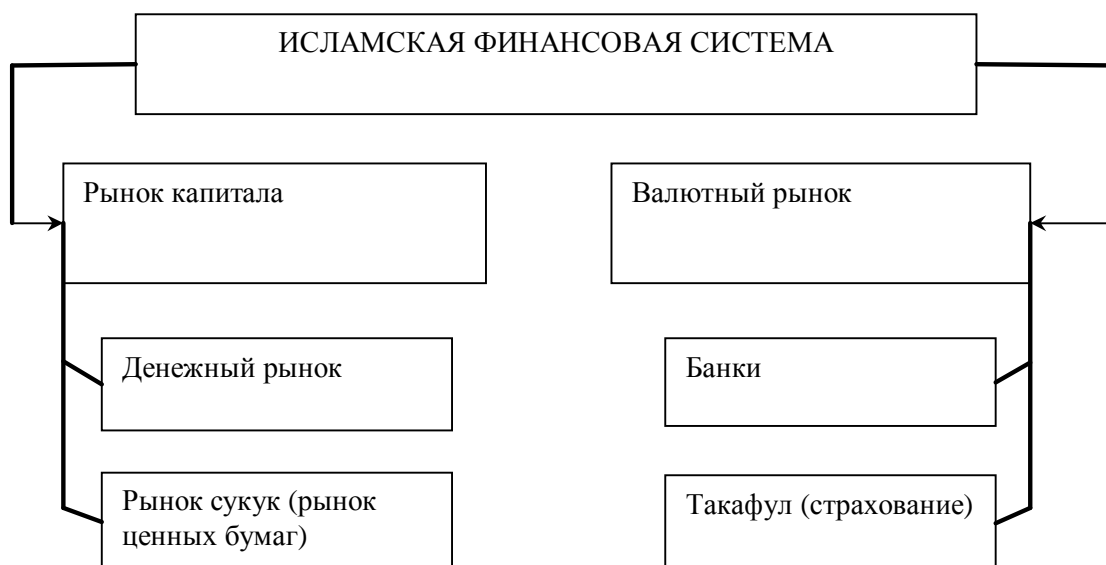


Рисунок 33. Структура исламской финансовой системы.

Создание более 40 лет назад первого исламского банка послужило началом развития нового направления в финансовой сфере, основанного на принципах Шариата. Современный исламский банкинг переживает бурное развитие, связанное с ростом глобализации и возрастающим интересом к механизмам его работы. На данный момент совокупный объем активов исламских финансовых институтов во всем мире составляет от 700 миллиардов до 1 триллиона долларов США с годовым темпом роста в 15-20% в течение последних 10 лет. На мировых рынках насчитывается около 500 исламских финансовых институтов, которые предлагают широкий спектр услуг от простого розничного финансирования до сложно структурированных продуктов.

Особенностью исламской финансовой индустрии является ее явно опережающее развитие по сравнению с традиционной финансовой системой. Особенно это заметно в банковском секторе тех стран, где государственной или ведущей религией является ислам. За последнее десятилетие эта отрасль финансов развивается бурными темпами - 15 - 20% ежегодного прироста активов<sup>197</sup>. По оценкам журнала The Banker, из общей суммы активов

<sup>197</sup> Петров Г.Б. Банковский бизнес по исламским правилам//Управление в кредитной организации.- 2008.-№5.- С.22-29

исламских банков почти в 450 млрд. долл. на Британию приходится 10 млрд. долл., Турцию - 9 млрд. долл., Кувейт - 24 млрд. долл., Бахрейн - 12 млрд. долл., Пакистан - 2 млрд. долл., Катар - 8 млрд. долл., ОАЭ - 33 млрд. долл., Малайзию - 38 млрд. долл., Индонезию - 3 млрд. долл. По оценкам рейтингового агентства Standard&Poof's, исламский банковский рынок обладает семикратным потенциалом развития – ожидается, что рост активов исламских финансовых организаций к 2013 году может достигнуть трлн.

Таким образом, можно сказать, что в настоящее время принципы исламского банкинга успешно применяются не только в мусульманских странах, но также в странах Европы и в США. Многие западные банки открыли и поддерживают так называемые «исламские окна» (отделения банка, занимающиеся предоставлением услуг согласно нормам шариата:

- США – диалог с ABANA;
- Великобритания – 5 утвержденных исламских банка, 2 оператора такафул;
- Сингапур – исламский ETF;
- Гонконг – создан совет по принципам исламского финансирования;
- Индонезия – принят закон о суверенном Сукаке<sup>198</sup>.

Исламское финансирование практикуется как в странах с юридической системой, полностью отвечающей нормам шариата (Иран, Саудовская Аравия, Судан и т. д.), в странах с частично исламской юридической системой (Малайзия, Бахрейн, Пакистан и т. д.), так и в светских странах (Великобритания, Сингапур, США и т. д.)<sup>199</sup>.

В России исламский бандинг также получил развитие, предпосылками чего явилось:

Во-первых, в России проживает около 20 миллионов этнических мусульман;

---

<sup>198</sup> Беккин Р.И. Особенности функционирования исламских финансовых институтов: российский опыт // Вестн. С.-Петербур. ун-та. Сер.8, Менеджмент. – 2006. – Вып. 2. – С. 168–192.

<sup>199</sup> Прудникова Ю. Исламские банки и проблема правового регулирования их деятельности в немусульманских странах (на примере Великобритании) // Проблемы соврем. экономики. – СПб., 2005. – 1 3/4. – С. 409–413.

Во –вторых, Россия является страной-наблюдателем в ОИК;

В- третьих, проводятся ежегодные мероприятия по Исламским финансам: Международная Инвестиционная Конференция, Казанский Саммит, семинары и пр.;

В- четвертых, возможности для позиционирования исламских финансов как «этичных финансов».

Республика Татарстан также имеет все предпосылки для создания исламских банков, в первую очередь потому, что республика сотрудничает с институтами ОИК, кроме того, подписан Меморандум о взаимопонимании между Республикой Татарстан и Исламским Банком Развития (2007 год).

В России осуществляли и в настоящее время осуществляют деятельность следующие финансовые исламские институты:

– Банк «Бадр Форте». Учрежден 1991 году. Из Устава Банка: «имеет право осуществлять свою деятельность в соответствии с действующим законодательством России и нормами международного права, используя исламские экономические технологии ведения банковского дела, не противоречащие банковскому законодательству России». Результат: в 2006 году отозвана лицензия Центробанком.

– СК «Итиль». В 2004 было создано «Управление исламского страхования» исходя из «джентльменского» соглашения с «Dubai Islamic Insurance and Reinsurance Company» (ОАЭ). Результат: в 2005 году проект был закрыт.

– Потребительский кооператив «Манзэл». Осуществлял финансирование покупки жилья. Результат: из-за недостаточного спроса на свои услуги вскоре прекратил существование.

– Банк «Экспресс» (Дагестан). В 2006 году начал выпускать банковские карты, процентный доход по которым перечисляется на благотворительные цели. Результат: Продукт получил позиционирование как соответствующий Исламу, несмотря на то, что мобилизованные по данным картам денежные средства используются в активных (ростовщических)



операциях и банк имеет обязательство платить за использование привлечённых ресурсов.

– ПИФ «Халяль». Был организован в 2006 году компанией «БрокерКредитСервис». Инвестиционный портфель может формироваться лишь в соответствии со стандартами заимствованными с индекса "Dow Jones Islamic".

– «Зам-Зам+» Организация была создана с целью осуществления проверки на соответствия стандартам инвестиционного портфеля «Халяль». Результат: используемые стандарты не единогласно одобряются шариатскими учёными.

Следует указать, что традиционные банки также находят ряд преимуществ в использовании продуктов исламских банков. Так в конце августа 2006 г. российский банк «Глобэкс» привлек средства по контракту мурабаха в размере 20 млн. долл. от одного из старейших в мире исламских банков – «Дубай Исламик Бэнк»<sup>200</sup>. Ранее специалисты Альфа-Банка изучали возможности выхода на исламские рынки капитала, но посчитали механизм предоставления средств, используемый в работе исламских банков, невыгодным для себя, в частности, одним из главных недостатков были названы большие сроки для оформления сделок.

Для понимания сущности деятельности исламских банков и выделения особенностей их работы, необходимо рассмотреть принципы исламских финансов, в основе которых лежит учение ислама, частности шариата (исламского свода законов), который сформулировал следующие основополагающие принципы и запреты финансовой деятельности:

- деньги не могут и не должны возникать из денег, т.е. приращение капитала не может происходить в сфере денежного оборота;
- доход инвесторов должен быть связан с инвестициями в торговлю и производство;

---

<sup>200</sup> Беккин Р.И. Методы кредитования в работе исламских банков // Банковское кредитование. - 2008. - №1. - С. 18-26

- отношения между участниками сделки должны строиться на основе партнерства;
- деньги не являются товаром, они лишь мерило стоимости.

Исходя из этого исламской доктриной методом мобилизации денежных ресурсов, в том числе и для банков, является долевое финансирование (equity finance) — привлечение средств за счет участия инвестора в акционерном капитале. Приращение капитала не может происходить в сфере денежного оборота, в его основе должны лежать сделки, касающиеся только реально существующих товаров и услуг. Деньги сами по себе не могут приносить новые деньги, капитал должен использоваться в производительных целях.

Таким образом, банковские финансы базируются на следующих запретах шариата<sup>201</sup>:

- риба (любой ссудный процент): процентные займы (кредиты), облигации, депозиты с фиксированной доходностью;
- гарар (спекуляция, излишняя неопределенность в отношении предмета договора и его существенных условий - риск): производные финансовые инструменты (форварды, фьючерсы, свопы и др.), традиционное страхование;
- майсир (неосновательное обогащение, прибыль, возникшая из случайного стечения обстоятельств): азартные игры, сделки пари, традиционное страхование.

Осуществление деятельности банков, основанных на законах шариата, обуславливают такие особенности исламского банкинга:

1. Прибыль банков и их вкладчиков формируется при предпринимательской деятельности за счет вложения средств в различные проекты, создающие реальные товары;

---

<sup>201</sup> Куран Т. Исламская экономическая мысль и исламская экономика // Христианство и Ислам об экономике / Под ред. М.А. Румянцева, Д.Е. Раскова. — СПб., 2008. — С. 298.

2. Капитал работает исключительно в производственных целях. Чаще всего банк выступает либо в качестве партнера (договор мушарака), либо в качестве трастового фонда (договор мудароба).

3. Обе стороны – и банк, и клиент – разделяют прибыли и убытки от проектов согласно договоренности, и, соответственно, прилагают усилия для достижения прибыльности проектов.

4. Высокорисковым проектам банки предпочитают проекты менее рискованные, приносящие стабильный доход.

5. При исламском банке функционирует Шариатский совет, который осуществляет контроль за соответствием сделок банка принципам исламского финансирования.

Учитывая особенности деятельности исламского банка, можно выделить следующие направления их отличия от традиционного банка: отличия, основанные на этических соображениях и отличия по банковским продуктам, причем второе вытекает из первого. Рассматривая первое направление, можно сказать, что само понятие Исламский банк означает приоритет Исламских этических норм в создании такового банка и во внутрибанковских процессах. Фундаментальное отличие Исламского банка от неисламского состоит в полном отказе от банковских процентов, которые приравнены к ростовщичеству Исламскими учеными и, как следствие, получение и оплата процентов является запрещенным в Исламе.

В отсутствие процентов как средства получения прибыли, банки основываются на писание в Коране «...Аллах разрешил торговлю и запретил ростовщичество... (Коран, 2:275)». Следовательно, Исламские банки могут заниматься только беспроцентным финансированием и делают это весьма успешно. Современные Исламские банки позволяют клиентам финансировать покупку недвижимости или оборудования, финансировать строительные и сельско-хозяйственные проекты, малый и средний бизнес, и прочее, и делают это посредством купли-продажи, лизинга или долевым участием в проекте.

Рассматривая банковские продукты, можно сказать, что их отличие от традиционных состоит в отсутствии ссудного процента. Вот так можно представить баланс исламского банка, где указаны виды банковских операций, формирующих его активы и пассивы<sup>202</sup> (табл. 33).

Таблица 33.

#### Активы и пассивы исламского банка

Активы	Пассивы
Сделки, обеспеченные активами	Депозиты до востребования
- мудараба	- амана
-истисна	Инвестиционные счета
-иджара	-мудараба
- салам	Специальные инвестиционные счета
Сделки участия в прибыли	- мудараба
- мудараба	-мушарака
-мушарака	Сберегательные счета
Комиссионные услуги	-аль-вадиа
- джуала	
-квардх хасан	
Внебалансовые позиции	
Ограниченные инвестиции	Прямые инвесторы

Анализируя сделки, формирующие баланс исламского банка, можно выделить такие продукты исламского банка (табл. 34)<sup>203</sup>.

Таблица 34.

#### Характеристика основных банковских продуктов исламского типа

Название продукта	Содержание
Мудараба - участие в прибыли (иначе называется гирад)	Собственник капитала получает возможность вложить свой капитал в определенный проект без участия в управлении этим капиталом, а его обязательства ограничиваются вложенным капиталом. Также имеется предприниматель, который лично управляет проектом. В данной схеме капиталист не может требовать фиксированной прибыли и гарантированной доходности на свой капитал, поскольку в случае прибыльности прибыль будет распределена на основе заранее достигнутой договоренности между собственником капитала и предпринимателем о пропорции распределения прибыли. Если бизнес принесет убытки, то они все будут перекладываться на собственника капитала, если только убытки не возникли в результате халатности со стороны предпринимателя. Знаатоки шариата также развили эту схему, введя двухуровневую схему мудараба. Мудараба 1-го уровня возникает, когда инвестор (или поставщик капитала) размещает свой капитал в исламском финансовом учреждении, которое уже действует в качестве предпринимателя. Финансовое учреждение, в свою очередь, предоставляет капитал предпринимателю посредством мудараба 2-го уровня. Тогда исламское финансовое учреждение действует как посредник между инвестором и предпринимателем.

<sup>202</sup> Трунин П.В., Каменских М.В., Муфтяхетдинова М. Исламская финансовая система: современное состояние и перспективы развития. М. Институт экономики переходного периода. -2009. -67с.

<sup>203</sup> Беккин И.Р. Иранская модель модернизации // Мировая экономика и международные отношения. – 2008. – № 7. – С. 69–81.

## Окончание таблицы 34

Мушарака- участие в прибыли или убытке	Обе стороны сделки, предприниматель и инвестор, вкладывают ресурсы в активы, технический и управленческий опыт, рабочий капитал и пр. для работы в различной мере и соглашаются разделять доходы, а также риски в заранее согласованной пропорции. Знатоки шариата дополнили эту схему, предложив вариант убывающего мушарака (diminishing musharakah). Такой финансовый контракт предполагает, что финансовое учреждение и клиент разделяют собственность на финансовый актив. Периодический платеж со стороны клиента включает две части: рентную плату за ту часть имущества, которой владеет исламское учреждение, и часть выкупаемой собственности. Со временем часть активов во владении клиента увеличивается до тех пор, пока он не станет владельцем всего актива и контракт соответственно будет прекращен.
Мурабаха - торговля с надбавкой или по цене выше себестоимости	Это один из наиболее распространенных инструментов краткосрочного финансирования, который основывается на традиционном представлении о финансировании покупки. В такой продаже покупатель (клиент) знает цену, за которую продавец приобретает предмет финансирования, и соглашается на уплату премии (надбавки) к первоначальной цене. Такое соглашение относится к операции покупки для финансирования актива или проекта, при которой затраты и маржа прибыли (надбавка) известны и согласованы всеми участвующими сторонами. На практике финансист занимается покупкой актива, который нужен клиенту, с целью перепродажи этому же клиенту за более высокую цену, согласованную обеими сторонами, при этом расчеты могут происходить в виде оплаты денежными средствами или последовательными платежами (погашения долга), что оговаривается в соглашении.
Баи битмамах аджиль-продажа с отсрочкой уплаты	Эта схема подобна схеме мурабаха, т.к. финансист покупает актив для перепродажи клиенту по более высокой цене, согласованной обеими сторонами. Отличие от мурабаха заключается в использовании ее для долгосрочного финансирования, а от продавца не требуется раскрывать маржу прибыли, которую он включил в цену продажи клиенту.
Баи аль- салам- авансовый выкуп	Это покупка, когда платеж осуществляется денежными средствами на момент соглашения, но доставка купленного актива по контракту откладывается на заранее определенную дату. Знатоки шариата применительно к современному исламскому финансированию разрешили параллельную сделку салам, в которой финансист играет двойную роль. С одной стороны, финансист является продавцом в соглашении о закупке, а с другой стороны, он становится клиентом, вступая в отдельное независимое соглашение, чтобы приобрести товары схожей спецификации. Важно в параллельных сделках салам, чтобы контракты различались как две отдельные сделки.
Истисна- поручение о выкупе	Представляет соглашение о выкупе, согласно которому рассчитывающаяся сторона занимается производством или строительством в соответствии со спецификацией, данной в соглашении. Эта схема схожа с авансовой покупкой, главное отличие - в характере актива и методе платежа. Схемой истисна обычно охватываются те вещи, которые изготавливаются по заказу, а авансовый платеж не является необходимым, как это требуется по схеме баи аль-салам. Метод платежей по схеме истисна гибкий, но соответствующий условиям, согласованным сторонами контракта. Параллельные с истисна контракты также разрешаются аналогично параллельным сделкам по схеме салам, при этом финансист играет двойную роль: он является подрядчиком в соглашении истисна, но становится клиентом в отдельном и независимом соглашении о продаже.
Иджарах - финансовый лизинг	Является популярным инструментом, предназначенным для финансирования имущества, и основано на праве пользования имуществом. Лизингодатель отдает актив в лизинг клиенту по согласованной рентной плате на установленный заранее срок согласно контракту. Разрешаются различные формы лизинга, включая лизинг с вариантом, когда часть сумм погашений переходит в сумму выплаты для окончательного выкупа по завершению периода лизинга, когда собственность на имущество будет передана арендатору путем контракта на продажу и выкуп. Оно считается исламским вариантом аренды с выкупом, или исламским финансовым лизингом
Амана – ответственное трастовое хранение	Хранение средств, привлеченных банком средств без права распоряжаться непосредственно самим предметом траста (в том числе на основе создания банком дополнительных резервных и гарантийных фондов).
Кард – аль – хасан – беспроцентный благотворительный кредит	Кредит, при котором заемщик платит банку только за свое текущее расчетное (техническое) обслуживание по использованной им части выделенного ему финансирования (кредитной линии).

Классификация продуктового ряда исламского банка на первый взгляд довольно проста, поскольку опирается на 3 - 4 основных продукта в активных и пассивных операциях и аналогичную номенклатуру в расчетно-кассовом обслуживании. Ряд финансовых продуктов нашел массовое применение лишь недавно, когда исламские финансовые учреждения занялись выпуском ценных бумаг, рассчитанных на участие в доходах.

Рассмотрим схематично ряд наиболее используемых исламских банковских продуктов, что позволит более глубоко понять их содержательную часть.

Таким образом, банковские продукты можно классифицировать:

А) банковские контракты, в основе которых лежит партнерство клиента и банка (разделение прибыли или убытка) – мудараба, мушарака;

Б) банковские контракты, в основе которых лежит участие банка в сделке - мурабаха, иджара, салам, истисна;

В) услуги банка, основанные на оплате комиссий.

Определяя сделку мушарака (рис. 34), можно сказать, что данный контракт используется, в рамках активных операций банка, для целей экспортно – импортного финансирования, проектного финансирования и при синдикациях, выпусках ценных бумаг, соответствующих нормам Исламского права (Сукук). Основой сделки мушарака является совместное участие Банка и Клиента в реализации какого-либо бизнес – плана (инвестиционного плана) и совместное финансирование данного плана. Прибыль делится в оговоренных заранее пропорциях между Банком и Клиентом. Убыток разделяется в пропорциях, соответствующих долям участия в партнерстве.

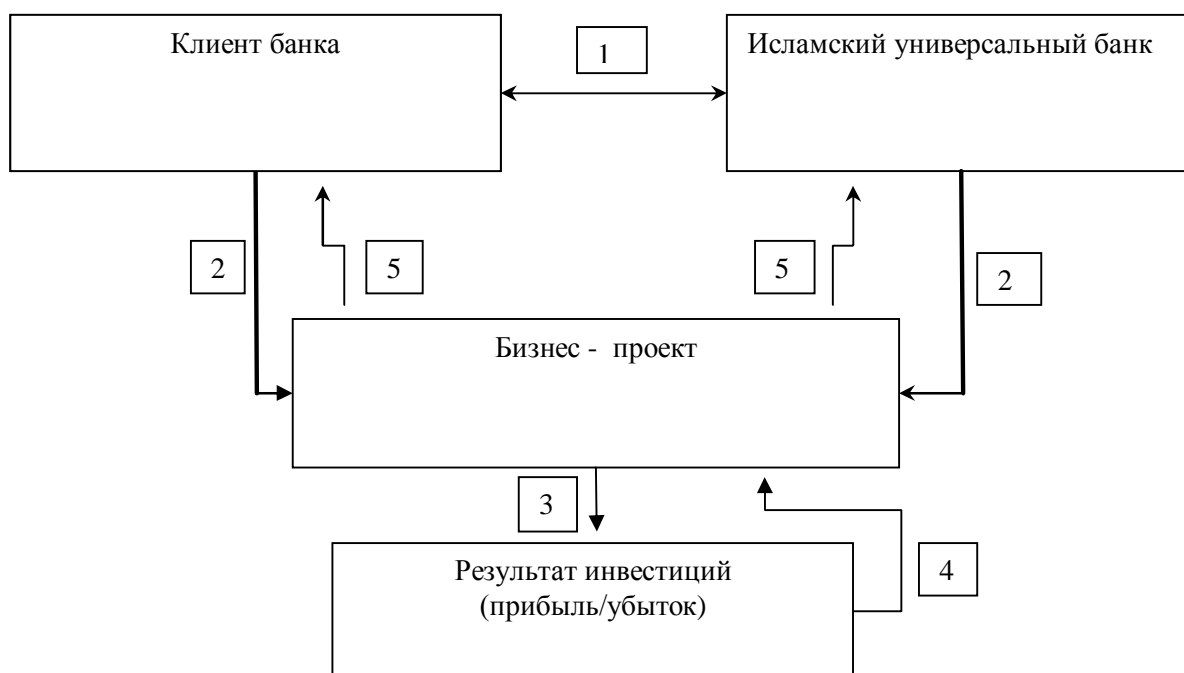


Рисунок 34. Схема реализации сделки мушарака.

1. Банк и Клиент обговаривают условия сделки и заключают соглашение об совместном участии (реализации бизнес-плана).
2. Банк и Клиент осуществляют, соответствующие условиям контракта, финансирование (в оговоренных долях) реализации бизнес - плана.
3. В рамках реализации бизнес-плана генерируются результаты деятельности (прибыль или убыток).
4. Прибыль формирует фонды для распределения, убыток уменьшает стоимость активов, используемые для реализации бизнес-плана.
5. Прибыль (или убыток) от реализации бизнес-плана, в соответствующих долях, распределяются между Банком и Клиентом.

В отличие от мударобы в создаваемом на основе мушараки партнерстве владелец капитала имеет право вмешиваться в управление проектом и тем самым может преодолеть негативные последствия информационной асимметрии и сопутствующих моральных рисков.

В практике исламских банков различается несколько видов мушараки в зависимости от объема прав сторон по данному виду договоров. При использовании такой разновидности мушараки, как муфавада, участники (партнеры) вносят равные доли в совместное предприятие и обладают равным правом распоряжаться имуществом компании. В отличие от муфавады в партнерстве типа ай-нан участники могут быть неравны как в размере капитала, так и в полномочиях.

Контракт мудароба (рис. 35) используется для целей проектного (синдицированного) финансирования, а также в синдикации и выпусках ценных бумаг (Сукук), соответствующих нормам Исламского права.

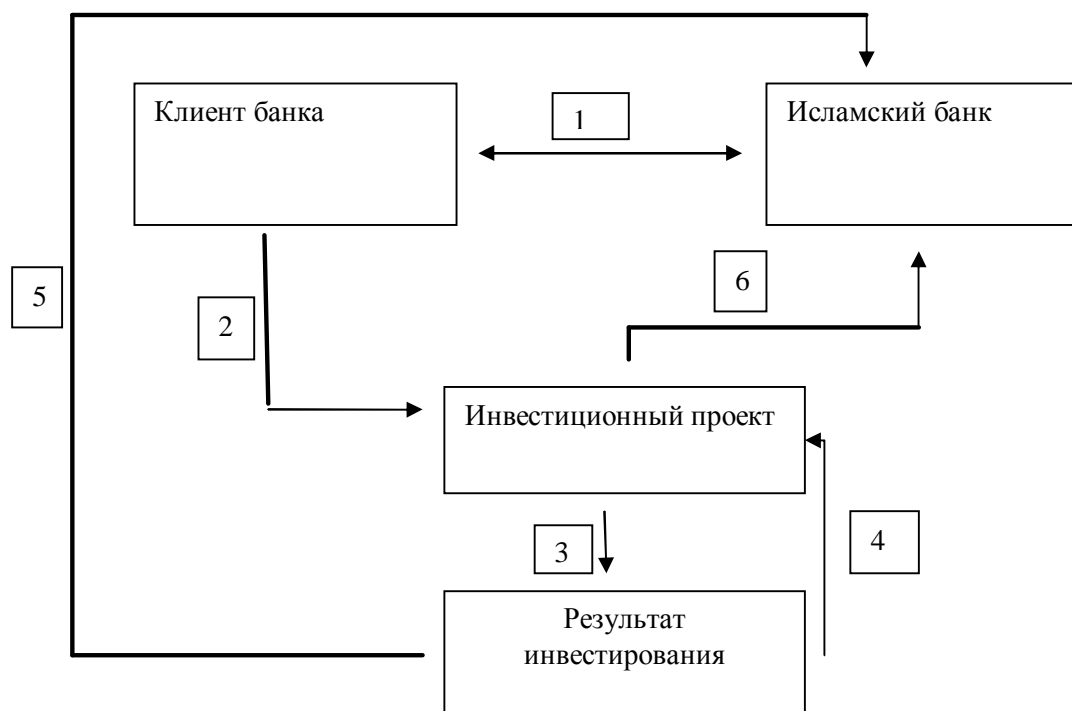


Рисунок 35. Схема взаимоотношений исламского банка и клиента при сделке мудараба.

1. Банк и Клиент заключают соглашение о доверительном партнерстве (для реализации Клиентом проекта), Банк осуществляет предоставление Клиенту финансирования.
2. Клиент осуществляет управление проектом.
3. В рамках реализации проекта генерируются результаты деятельности (прибыль или убыток).
4. Прибыль формирует денежные фонды для распределения, убыток уменьшает стоимость активов проекта.
5. Прибыль от реализации проекта, в соответствующих долях, распределяются между Банком и Клиентом.
6. Убыток от реализации проекта относится на результат Банка.

Как видно из схемы, в активных операциях исламского банка мудараба предполагает кредитование банком каких-либо инвестиционных проектов на условиях доверительного партнерства<sup>204</sup>, т.е. в отсутствии возможности исламского банка участвовать в управлении компанией, чье финансирование банк осуществлял. Основой доверительного партнерства является участие Банка в обеспечении инвестиционного финансирования проекта (специального предприятия) определенного Клиента. Банк, в рамках такого финансирования, является «владельцем денежных средств», Клиент банка, именуемый «доверенным партнером» (мудариб) осуществляет организацию и управление

<sup>204</sup> Беккин Р.И. Розничные услуги в исламском банковском деле // Банковский ритейл.- 2007-.№ 4. С. 128 - 138.



проектом, обеспечивает управленческую, кадровую и техническую составляющую проекта.

Прибыль от реализации проекта распределяется между Банком и Клиентом в соответствующих, договоренностях, долях. Убыток от реализации относится на результат Банка. Контракт мурабаха используется, в рамках активных операций банка, для целей экспортно-импортного финансирования и финансирования оборотного капитала.

Основой сделки мурабаха (рис. 36) является продажа с наценкой Банком какого-либо определенного актива Клиенту, ранее приобретенного самим Банком.



Рисунок 36. Схема отношений банка и клиента при реализации контракта мурабаха.

1. Клиент определяется с активом и Поставщиком данного актива.
2. Клиент обращается в Банк за финансированием приобретения актива по цене перепродажи.
3. Банк перечисляет денежные средства Поставщику.
4. Поставщик предоставляет актив в собственность Банку.
5. Банк на основе сделки мурабаха продает Клиенту приобретенный актив по новой цене.
6. Клиент осуществляет платежи за приобретенный актив с учетом условий сделки по рассрочке (отсрочке) платы за актив.

Доходом Банка от данной операции является наценка, устанавливаемая Банком в рамках сделки с Клиентом. Основным экономический смысл сделки заключается в отсрочке (рассрочке) платежей покупки актива у Банка.

Поскольку исламские банки получают все большее развитие в мире, а некоторые проводимые ими операции по законам шариата могут быть выполнены совместно с традиционными банками, то актуальным становится вопрос введения исламского банка в региональный синдикат банков.

Учитывая реальное состояние и уровень развития местного кредитного рынка Татарстана и институционального кредитно-банковского сектора в целом, а также финансовое состояние многих региональных коммерческих банков, представляется, что исламские банки смогут стать одним из ведущих факторов развития (стимуляторов и постоянных инвесторов) реального сектора экономики и местного товарного рынка, в частности формирования малого и мелкого местного частного предпринимательства среди мусульманских слоев населения.

В связи с этим операционная деятельность исламских банков в Татарстане будет содействовать решению сложных проблем достаточности местных финансовых ресурсов, включая постоянное сопровождение и финансирование местных проектов инвестиционного характера.

Возможно и пополнение доходной части местного бюджета республики Татарстан за счет притока налогов, взимаемых как с местных предпринимателей-мусульман, так и с исламских банков, финансовыми и инвестиционными, в том числе вексельными, операциями которых будет опосредоваться значительная часть инвестиционной деятельности местного частного предпринимательства.

Таким образом, синдикат становится важным не только для реализации задач использования дополнительного инвестиционного потенциала банков, но и для развития региональной экономики Татарстана.

Следует отметить, что включение исламского банка на равных в партнерство в синдикате позволяет принцип распределения риска между участниками сделки.

В данном случае, исламский банк получает возможность разместить активы на долевой основе для получения дохода. Таким образом, под

исламским синдицированным кредитом (англ. Islamic facility) будем понимать кредит, по которому банку-реципиенту не разрешается взимать любые проценты - номинальные, простые и сложные, фиксированные или плавающие, однако при этом, он вправе получать доход от кредитования через долевое участие в проекте.

Участие исламских банков в синдицированном кредитовании можно обосновать тем, что исламский банк переводит кредитную основу финансового бизнеса на инвестиционную. Деньги вкладчиков, которые вносятся клиентами исламского банка на специальный инвестиционный счет, инвестируются банком в различные финансовые проекты. Прибыль, которую получит владелец счета, зависит исключительно от результатов инвестирования, осуществленного банком. Исламские банки открывают своим клиентам совместные (общие) инвестиционные счета, размещают инвестиционные депозиты с ограниченным/неограниченным сроком действия, а также специализированные депозиты. Инвестиционные счета называют также счетами на основе системы разделения прибылей и убытков. Это объясняется тем, что в основе инвестиционных счетов в исламских банках лежит механизм мудараба. Из всех механизмов, используемых в работе исламских банков, мудараба наиболее соответствует принципам ислама.

Таким образом, исследуя различные продукты исламского банка, можно сказать, что наиболее приемлемым для участия в банковском синдицированном кредитовании является контракт мудараба (доверительное партнерство), который позволяет:

- 1) Распределить риски между банком и бенефициаром (заемщиком-владельцем проекта);
- 2) Не предоставляет права исламского банка участвовать в управлении компанией, нуждающейся в финансировании;
- 3) Не включает в себя покупку конкретного актива, что не входит в цели банковского синдиката;

- 4) Позволяет заключить с бенефициаром собственный контракт, отличный от кредитных соглашений прочих участников синдиката, не содержащий ссудного процента и спекуляций.

Прочие исламские банковские продукты не могут быть использованы в качестве инструмента оформления взаимоотношений в рамках банковского синдиката в силу своих особенностей.

Можно представить синдикат с участием исламского банка следующим образом (рис. 37).

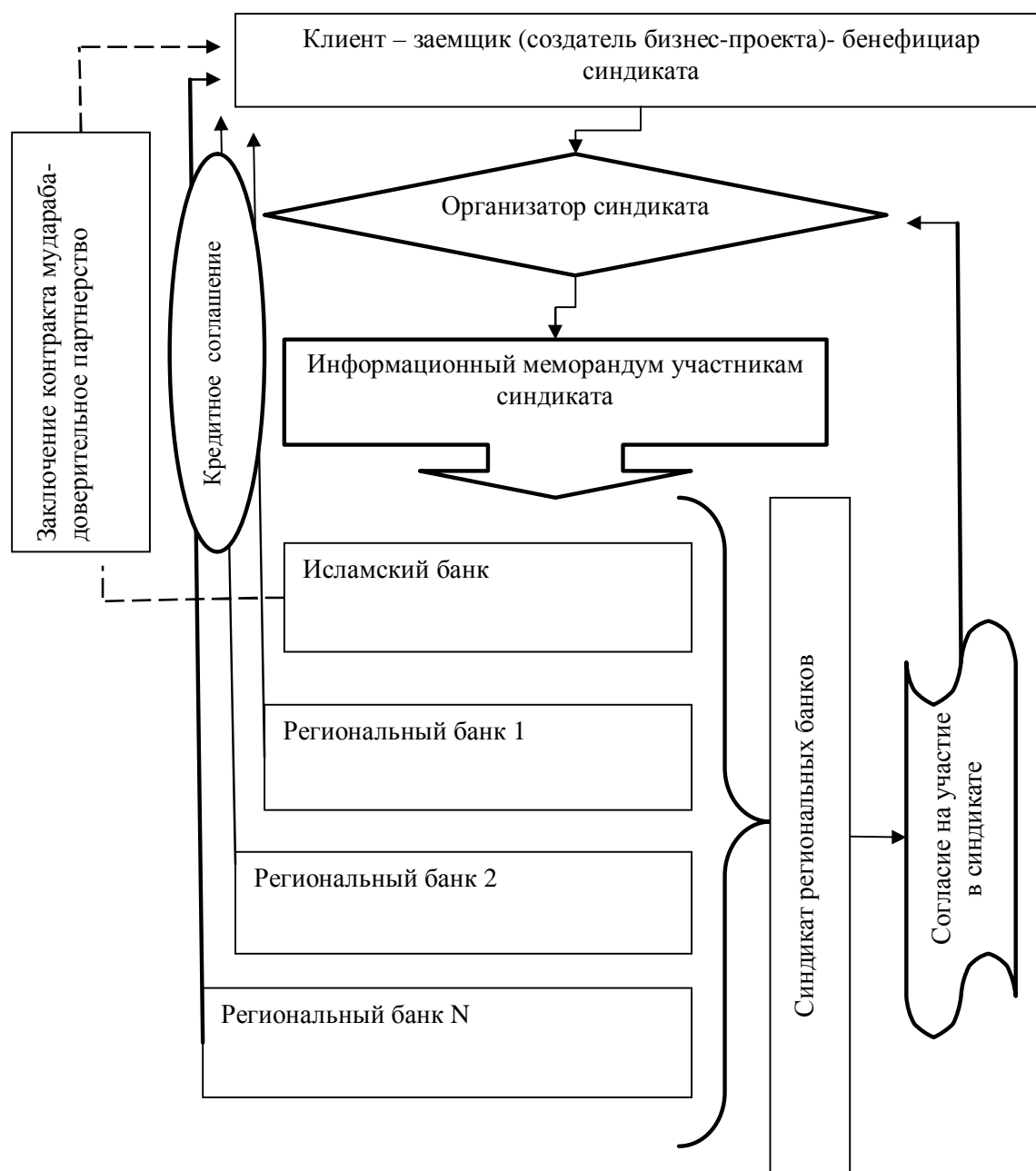


Рисунок 37. Схема формирования процесса синдицированного кредитования с участием исламских банков.

Описывая схему участия региональных банков в синдикате можно выделить следующие этапы:

1. Формирование инвестиционного проекта заемщиком и поиск источников финансирования посредством синдицированного кредита.

2. Обращение заемщика к банку –организатору с целью сформировать синдикат банков- кредиторов.

3. Формирование банком –организатором информационного меморандума, в котором подробно описывается деятельность бенефициара и содержательная часть инвестиционного проекта.

4. Подбор соответствующих банков региона, способных оказать поддержку на равных условиях. Подбор банков осуществляется исходя из равных инвестиционных возможностей банков.

5. Передача потенциальным участникам синдиката информационного меморандума.

6. Оценка банками эффективности инвестиционного проекта и платежеспособности заемщика. Исламские банки оценивают возможность получения прибыли от реализации инвестиционного проекта при участии в нем на условиях партнерства.

7. Создание синдиката региональных банков после получения согласия на участие от банков- кредиторов и исламских банков.

8. Заключение кредитных соглашений между традиционными банками и заемщиком. Заключение контракта мудароба между исламским банком и бенефициаром на условиях партнерского участия, т.е. разделения риска вложенных денежных ресурсов.

9. Передача средств заемщику (бенефициару).

10. Получение процентных платежей (дохода) традиционными банками и доли прибыли исламским банком по результатам реализации инвестиционного проекта.

11. Закрытие синдиката.

Следует отметить, что, несмотря на то, что в практике банковского синдицированного кредитования используют три схемы, которые законодательно закреплены в Положении Банка России, то с участием исламского банка возможно использование лишь схемы совместно инициированного синдицированного кредитования. Это объясняется тем, что именно в данной схеме каждый из банков заключается собственный контракт на финансирование бенефициара, что позволяет исламскому банку применить контракт мудараба, разрешенный законами шариата.

Для сравнения при схеме индивидуально инициированного кредита Банк-агент заключается первичную сделку и переуступает права требования банкам участникам. Данный подход запрещен принципами Корана, и поэтому не приемлем для исламского банка. Во-первых, сделка переуступки формируется на денежном рынке, а не в реальной сделке купли-продажи товарного актива; во-вторых, сделка несет высокие риски, что запрещено шариатом.

При схеме взаимоотношений без определения долевых условий участники заключают контракты с банком-агентом, что также противоречит законам Корана, поскольку взаимоотношения участников заключаются с банком-агентом, который размещает полученные доли кредита от своего имени и за свой счет. В данном случае исламский банк будет вынужден продавать свою долю кредита на финансовом рынке банку-агенту, что невозможно в соответствии с запретами шариата.

Таким образом, по нашему мнению, одним из механизмов реализации дополнительного инвестиционного потенциала для региональной банковской системы может стать создание синдикатов региональных банков, равных по инвестиционному потенциалу, что в первую очередь, позволит банкам снизить риски и выполнить требования со стороны регулятора по уровню риска. Однако для дальнейшего развития банковской системы республики Татарстан необходимо формирование исламских банков, имеющих особенности деятельности, отличные от традиционных банков. Однако несмотря на отличия, исламские банки могут участвовать в общей деятельности банковской системы

региона через участие в банковских региональных синдикатов, что позволяет сделать контракт мудараба.

В целом, в диссертационной работе доказывается, что исламские банки могут стать одним из ведущих факторов развития (стимуляторов и постоянных инвесторов) реального сектора экономики и местного товарного рынка, в частности через финансирование малого и мелкого местного частного предпринимательства среди мусульманских слоев населения.

В связи с этим операционная деятельность исламских банков в Татарстане будет содействовать решению сложных проблем достаточности местных финансовых ресурсов, включая постоянное сопровождение и финансирование местных проектов инвестиционного характера, в т.ч. и путем пополнения доходной части местного бюджета республики Татарстан за счет притока налогов, взимаемых с исламских банков.

## ***ЗАКЛЮЧЕНИЕ***

В целом, можно констатировать, что реалии развития современной глобальной финансовой системы, угрозы финансовых кризисов и все более возрастающая глобальная финансовая конкуренция диктуют необходимость укрепления диверсификации национального финансового рынка в ряде стран, претендующих на лидерство (в глобальном, региональном масштабах) с тенденциями их либо укрепления их конкурентоустойчивости, либо взыскания в том или ином продвинутом качестве в структуру мировой финансовой экономики XXI века.

На современном этапе глобализации мировой экономики существенным фактором становится растущее влияние ряда МФЦ развивающихся стран. И хотя в ближайшем будущем господствующее положение ведущих финансовых центров вряд ли будет поколеблено, в перспективе 15-20 лет ситуация может существенно измениться в пользу МФЦ из нынешних развивающихся стран. По крайней мере, они могут занять свои сегменты и ниши в глобальной финансовой системе путем вытеснения нынешних лидеров в ходе конкурентной борьбы. В этой связи особое внимание следует уделить проблеме формирования подобного финансового центра в Российской Федерации как одной из стратегических задач развития национального финансового рынка на ближайшие годы.

Финансовая турбулентность, в которую в настоящее время попала мировая экономика, создает благоприятную почву для перераспределения сфер влияния между различными финансовыми центрами, обретения ими новых статусов. Безусловно, Лондон и Нью-Йорк еще длительное время будут занимать лидирующие позиции в мире в силу высокого уровня экономического и финансового развития, отточенности законодательства, развитости инфраструктуры, да и направленность финансовых потоков невозможно изменить в короткие сроки. Между тем, на региональных рынках их все больше будут вытеснять финансовые центры Китая, Индии, Бразилии и даже Африки.



России также предстоит найти свое место в формирующейся мировой финансовой архитектуре.

Исходя из стратегических приоритетов по формированию инфраструктуры Международного финансового центра в Москве необходимо, в части развития городской инфраструктуры:

- разработка необходимых условий, обеспечивающих интеграцию национальной платежной системы в общемировую, с целью обеспечения высокоэффективного обслуживания международного движения капитала;

- создание центрального депозитария (ЦД), развитие надежных и эффективных платежных систем и систем расчетов по ценным бумагам и др.;

- определение факторов спроса на финансовые услуги МФЦ, подготовка и ведение классификатора стандартных финансовых услуг для целей сравнения российского финансового рынка с ведущими МФЦ;

- выбор специализации Международного финансового центра в Москве (*вопрос остается открытым*);

- выявление и мониторинг стабильности и безопасности мегаполиса (*социальная напряженность, финансовая и экономическая безопасность*);

*Для этого Финуниверситетом решаются следующие задачи:*

- разработка национального Индекса конкурентоспособности инновационной экономики и поддержание его на постоянной основе, учитывающего реальное движение показателей и индикаторов на пути к МФЦ (*разрабатывается индекс Финуниверситета, разработку которого планируется завершить в 2012 году, принципиальное отличие от имеющихся российских индексов: математическое моделирование и возможность прогнозирования различных сценариев развития экономики*) по аналогии с рядом индексов, оценивающих финансовое развитие крупнейших городов мира (Global financial centers index, GFCI (индекс глобальных финансовых центров); International Financial Centers Development Index, IFCD (индекс развития международных финансовых центров); World's most economically powerful cities – индекс американской многонациональной корпорации MasterCard Worldwide);

- сотрудничество Финуниверситета с Франкфуртской школой (Frankfurt School of Finance Management).

Для выявления целевых показателей оценки инфраструктуры Москвы в рамках создания МФЦ следует выделять **инфраструктуры:**

- производственная инфраструктура (транспортные, энергетические и информационные коммуникации, коммунальные службы, торговля, материально-техническое снабжение);

- финансовая инфраструктура (биржевая, расчетно-депозитарная, банковская, страховая, финансовая и экономическая безопасность);

- социальная инфраструктура (распределение и обмен, оказание потребительских услуг, охрана здоровья, формирование общественного сознания, управление и охрана общественного порядка);

- научно-образовательная инфраструктура (система подготовки кадров и др.).

#### **Условия развития:**

1. Совершенствование инфраструктуры рынков. Разработка модели макропруденциального регулирования, направленного на обеспечение стабильности финансового рынка.

2. Разработка подходов к регулированию отношений с другими странами в сфере внешних и внутренних инвестиций (*выбор принципа в Москве: принцип взаимной выгоды или принцип распространения национального режима на инвестиции*);

3. Разработка бренда «Москва-МФЦ» и оценка его стоимости, продвижение бренда на мировом уровне.

4. Выпуск регулярных информационных материалов по российскому финансовому рынку на иностранных языках. «Официальный» язык, используемый в МФЦ – иностранным инвесторам, эмитентам и профессиональным участникам фондового рынка важно иметь доступ к информации на английском языке. Исходя из этого необходимо методическое сопровождение городской инфраструктуры.

5. Проведение работы с населением, анкетирование и формирование «социального доверия» населения к перспективам развития Международного финансового центра, разработка деловой культуры мегаполиса, т.е. создание дружественной среды для иностранцев.

6. Развитие системы культурно-досуговых мероприятий, создание и поддержание имиджа города мирового значения.

7. Снижение уровня коррупции и повышение комплексной безопасности мегаполиса.

8. Формирование финансовой системы, ориентированной на «стартап», или финансирование инноваторов.

9. Создание новой модели корпоративного управления и корпоративной культуры, развитие экспертных сообществ.

10. Экологическая среда и политика энергосбережения.

*Для этого Финуниверситетом решаются следующие задачи:*

- разработка методики оценки конкретных целевых показателей инфраструктуры города Москвы и Московской области;

- разработка плана развития бухгалтерского учёта и отчётности на основе международных стандартов финансовой отчётности, а также осуществление мер по подготовке и повышению квалификации специалистов, занятых составлением, аудитом, использованием, контролем, надзором отчётности по Международным стандартам финансовой отчётности;

- разработка комплексной модели налогообложения финансовых инструментов, которая будет обеспечивать гармонизацию налогообложения с крупнейшими МФЦ;

- проведение анализа существующих федеральных, отраслевых и региональных программ, реализация которых связана с развитием инфраструктуры г. Москвы и Московской области и разработка дополнительных целевых программ по ключевым направлениям развития Международного финансового центра;

- разработка перечня международных образовательных систем,

стандарты которых будут получать поддержку при внедрении в учебных заведениях города Москвы и Московской области;

- проведение работ по повышению финансовой грамотности населения по теме «Москва - МФЦ».

Для привлечения международного капитала необходимо:

- разработать программу развития финансового кластера «Международный финансовый центр – МФЦ-кластер» до 2025 года;

- разработать целевую программу развития в Москве институтов исламских финансов;

- выявить и создать полюса конкурентоспособности экономики в мегаполисе (опыт Франции), центры трансферта-технологий и т.д., т.е. создание «инновационной экономики»;

- совершенствование механизма финансирования через институты развития;

- повышение привлекательности российского рынка труда для иностранных топ-менеджеров (бизнесменов, ученых и т.д.);

- организация сетевой модели образовательных программ с учетом интеграции с международными программами обучения для подготовки специалистов Международного финансового центра в г. Москве, а также системы стажировок в мировых финансовых центрах, системы ротации и кадрового резерва управленческих кадров; подготовка учебно-методической базы для широкого внедрения в практику работы российских финансовых и кредитных организаций операционных стандартов в частности ISO 20022;

- разработка и внедрение в учебную программу новых специальностей, необходимых для функционирования МФЦ (риск-менеджер, комплаенс контроллер, специалист по борьбе с легализацией доходов, полученных преступным путем, управляющий активами, специалист по продажам финансовых услуг и т.п.);

- создание Аналитического центра МФЦ (*в Финуниверсите*), способного обеспечить проведение междисциплинарных исследований, подготовку

индексов и рейтингов независимой оценки развития Международного финансового центра в г. Москве;

- создание интерактивной системы обмена информацией и мониторинга ключевых событий, показателей, индикаторов в режиме «он-лайн» (СМИ, TV, Интернет и т.д.);

- создание социологического центра исследования для поддержания индекса «привлекательности проживания в г. Москве» в целях мониторинга фактора бизнес-среды для целей развития МФЦ.

Правительство Москвы может финансировать свою программу развития, через развитие программы синдицированного кредитования в условиях Международного финансового центра:

*Для этого Финуниверситетом решаются следующие задачи:*

- создание финансового консультанта - Финуниверситета в процессе формирования банковской синдикации *(на базе кафедры ГЧП Финуниверситета, Ассоциации российских банков, кафедры Финансового просвещения и корпоративной социальной ответственности).*

## ***СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ***

1. Абалкина А.А. Банковское взаимодействие стран СНГ//Взаимодействие финансовых систем стран СНГ. Отв.ред. Головнин М.Ю. – СПб.: Алетейя, 2010.
2. Авдокушин Е. Ф., «Некоторые черты и особенности функционирования международных финансовых центров (МФЦ)», Вопросы новой экономики № 2 (6) 2008
3. Банк России <http://www.cbr.ru/>
4. Банковское дело: управление и технологии /Под ред. А.М. Тавасиева. М.: ЮНИТИ. 2009.
5. Беккин И.Р.Иранская модель модернизации // Мировая экономика и междунар. отношения. – 2008. – № 7.
6. Беккин Р.И. Особенности функционирования исламских финансовых институтов: российский опыт // Вестн. С.-Петербур. ун-та. Сер.8, Менеджмент. – 2006. – Вып. 2.
7. Беккин Р.И. Розничные услуги в исламском банковском деле // Банковский ритейл.- 2007-.№ 4.
8. Беккин Р.И.Методы кредитования в работе исламских банков//Банковское кредитовании.-2008.-№1.
9. Бюллетень банковской статистики, №2 2011.
10. Верников А.В. Доля государственного участия в банковской системе России//Деньги и кредит. 2009. №11.
11. Ворота в глобальную экономику. Под ред. О. Андерсен, Д. Андерсен. Пер. с англ. под ред. В.М. Сергеева. М.: Фазис, 2001; Sassen S. The Global City: New York, London, Tokyo. Princeton, 2001; Scott A.J. Global City-Region: Trends, Theory, Policy // Global City-Region / Ed. A.J. Scott, J. Agnew, E.W. Soja, M. Storper. N. Y., 2001; Rantisi N.M. The Ascendance of New York Fashion // International Journal of Urban and Regional Research. Oxford, 2004; Clark G. London in the European Financial Services Industry: Locational

- Advantages and Product Complementarities // Journal of Economic Geography. London, 2002. Vol. 2. №4; Saito A., Thornley A. Shifts in Tokyo's World City Status and the Urban Planning Response // Urbanstudies. L., 2003. Vol. 40. №4.
12. Всемирная федерация бирж. <http://www.world-exchange.org/>
  13. Герасимова Е.Б. Анализ банковских ресурсов методом коэффициентов // Финансы и кредит. – 2003. – №4.
  14. Годовой отчет Национального банка Республики Беларусь за 2010 год. [www.nbrb.by](http://www.nbrb.by).
  15. Данилов Ю. Настоящих буйных мало // Эксперт № 29. 25 июля 2011 г. <http://expert.ru/expert/2011/29/nastoyaschih-bujnyih-malo/>.
  16. Данилов Ю.А. Рынки государственного долга: Мировые тенденции и российская практика. - М.: ГУ-ВШЭ. 2002.
  17. Информационно-аналитический доклад тематической группы по взаимодействию в банковской сфере, действующей в рамках проектной группы по взаимодействию в рамках СНГ, АзЭС и Таможенного союза в рамках ЕврАзЭС // [www.mfc-moscow.com](http://www.mfc-moscow.com)
  18. Исаев Р.А. Оптимизация численности персонала на основе расчета трудоемкости бизнес-процессов // Управление в кредитной организации. 2009. № 2. [http://www.reglament.net/bank/reglament/2009\\_2\\_article.htm](http://www.reglament.net/bank/reglament/2009_2_article.htm).
  19. Карнаух С.Ю., Григорьева О.М. Корреспондентские отношения и организация синдицированного кредитования // Методический журнал «Расчеты и операционная работа в коммерческом банке». – 2004. – № 11
  20. Ключников М.В. Экономико-статистический анализ структуры и динамики показателей активных и пассивных операций коммерческого банка // Финансы и кредит. – 2003. – №1.
  21. Комплексный анализ финансово-экономических результатов деятельности банка и его филиалов / Л.Т. Гиляровская, С.Н. Паневина. – СПб.: Питер, 2003. – с. 105.

22. Кредитование как важнейший фактор развития малого бизнеса в России. Под ред. Н.Э. Соколинской, Л.М. Куприяновой. Монография/коллектив авторов; М.: КНОРУС, 2011
23. Кудрявцева И.Ю. Анализ деятельности банков: учебное пособие / И. Ю. Кудрявцева ; М-во образования и науки Российской Федерации, Гос. образовательное учреждение высш. проф. образования "Челябинский гос. ун-т", Ин-т заочного и дистанционного обучения. Челябинск: Изд-во Челябинского гос. ун-та, 2010
24. Кузьминов Я. и др. Институты: от заимствования к выращиванию // Вопросы экономики. 2005. № 5.
25. Куран Т. Исламская экономическая мысль и исламская экономика // Христианство и Ислам об экономике / Под ред. М.А. Румянцева, Д.Е. Раскова. — СПб., 2008.
26. Лансков П. Развитие инфраструктуры финансового рынка и оптимизация его регулирования // [http://www.rcb.ru/rcb/2008-09/13856/?phrase\\_id=1202325](http://www.rcb.ru/rcb/2008-09/13856/?phrase_id=1202325)
27. Максимо В.Энг, Фрэнсис А.Лис, Лоуренс Дж. Мауэр. Мировые финансы. Пер. с англ. – М.: ООО Издательско-консалтинговая компания «ДеКА», 1988.
28. Мануйленко В.В. Практика оценки достаточности собственного капитала в российских кредитных организациях: проблемы и перспективы развития// Финансы и кредит. – 2010. – №11.
29. Мегалополисы в условиях глобализации. Сборник обзоров и рефератов. ИНИОН РАН. М., 2008. С. 58.
30. Мировые финансовые центры. Статья из «Wikipedia». <http://ru.wikipedia.org>.
31. Мишина В., Пензин К. На пути к МФЦ. Изд. Анализ и тенденции № 10 (82). М.: 2010
32. Московская межбанковская валютная биржа. <http://www.micex.ru/>
33. Новиков А.В., Новикова И.Я. Финансовые центры: рейтинги и российский потенциал // ЭКО. 2010. № 8.



34. О'Нейл Д. Исламские финансы: необходимость унификации //Euromoney, 2008, No. 466.
35. Петров Г.Б. Банковский бизнес по исламским правилам//Управление в кредитной организации.- 2008.-№5.
36. Прудникова Ю. Исламские банки и проблема правового регулирования их деятельности в немусульманских странах (на примере Великобритании) // Проблемы соврем. экономики. – СПб., 2005.
37. Распоряжение № 1662-р «Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г.» от 17.11.2008 г.
38. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 11.07.2009 г. №911-р (План мероприятий по созданию МФЦ в Российской Федерации).
39. Распоряжение Правительства РФ №1662-р от 17 ноября 2008 года.
40. РБК-daily. 2009, 7 сентября.
41. РИА-Аналитика: Рейтинг 100 крупнейших банков СНГ. 11.07.2011.
42. Розинский И. Международные финансовые центры: мировой опыт и возможности для России // Вопросы экономики. 2008. № 9.
43. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. – М.: НАУФОР. 2008.
44. Румянцева Е.Е. Новая экономическая энциклопедия. 4-е издание. – М.: ИНФРА-М, 2011.
45. Рыкова И.Н. Формирование международного финансового центра: задачи власти и банковского сообщества по реализации проекта (по материалам круглого стола Комитета Совета Федерации по финансовым рынкам и денежному обращению и Ассоциации российских банков) // Финансы и кредит. 2008. № 32.
46. Сарычева М. Российские фирмы смогут продаваться за рубеж на все 100%. // Известия. 22.07.2011.
47. Сахаров А.А. Международные финансовые центры // Методический журнал. регламентация банковский операций. 2009. № 2.

48. Сводные материалы по результатам работы тематических групп Проектной группы по совершенствованию финансовой инфраструктуры и регулированию финансового рынка//www.mfc-moscow.com
49. Совещание по вопросу формирования в России международного финансового центра 4 марта 2011 года, Московская область, Горки //http//президент.рф
50. Статистический ежегодник Шанхая 2008. Шанхай, 2008.
51. Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года (Заявление Правительства Российской Федерации и Центрального банка Российской Федерации от 5 апреля 2011 г.)// Вестник Банка России. 2011.№21(1264).
52. Суворов И., Президент Межгосударственный банк, член проектной группы по взаимодействию в рамках СНГ, ЕврАзЭС и Таможенного союза в рамках ЕврАзЭС
53. Трунин П.В., Каменских М.В., Муфтяхетдинова М.Исламская финансовая система:современное состояние и перспективы развития. М. Институт экономики переходного периода. -2009. - 67 с.
54. Улюкаев А.В., О.Данилова. Внешний долг банков как источник финансирования инвестиционной стратегии России: риски и механизмы регулирования//Деньги и кредит.-2009.-№5.
55. Уткин В.С. Задачи и функции центрального контрагента. //Финансы и кредит» 2010.-№8.
56. Фаризова С. Фондовый остров. // Известия. 18.04.2011.
57. Федеральный закон от 26 июля 2006 года N 135-ФЗ (в ред. от 05.04.2010 N 40-ФЗ, с изм., внесенными Федеральным законом от 18.07.2009 N 181-ФЗ).
58. Хабриева Т.А., Доронина Н.Г. Создание международного финансового центра: системный подход к решению правовых проблем//Журнал российского права, 2010, №11

59. Хашиева Л.Х-М. Методы управления привлеченными ресурсами коммерческого банка: классификация, характеристика и основные тенденции развития // Финансы и кредит. – 2005. – №28.
60. Хмелевская Н.Г. Траектории институциональной глобализации мировых финансовых центров // Финансы и кредит. 2008. № 32. С. 5.
61. Черкасов В.Е. Финансовый анализ в коммерческом банке. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 256 с.
62. Шаповалов А. Не сезон для инвесторов//Коммерсант. №59 (4600), 06.04.2011.
63. Шеремет А.Д. Финансовый анализ в коммерческом банке/ А.Д. Шеремет, Г.Н. Щербакова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 254 с.
64. Bondin P. The EU Experience in Financial Services Liberalization. A Model for GATS Negotiations? Vienna, SUERF Studies, 2003/07.
65. Delevingne L. 10 Emerging Financial Centers // Entrepreneur. 2010. January 7. <http://www.entrepreneur.com/growyourbusiness/exploringnewmarkets/article204556.html>.
66. Dewachter, H and Gielens, G (1999) 'Setting Futures Margins: the Extremes Approach', Applied Financial Economics, Vol. 9.
67. Dubai International Financial Centre. Wikipedia. Free Encyclopedia. [http://en.wikipedia.org/wiki/Dubai\\_International\\_Financial\\_Centre](http://en.wikipedia.org/wiki/Dubai_International_Financial_Centre).
68. Economy of São Paulo. Wikipedia. Free Encyclopedia. [http://en.wikipedia.org/wiki/Economy\\_of\\_S%C3%A3o\\_Paulo](http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_S%C3%A3o_Paulo).
69. Economy\_of\_Luxembourg. Wikipedia. Free Encyclopedia. [http://en.wikipedia.org/wiki/Economy\\_of\\_Luxembourg](http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_Luxembourg).
70. Euronext. Wikipedia. Free Encyclopedia. URL: [http://en.wikipedia.org/wiki/NYSE\\_Liffe](http://en.wikipedia.org/wiki/NYSE_Liffe).
71. Financial Services Clustering and its Significance for London: Extended Report / Taylor P., Beaverstock J., Cook G., Pandit N., Pain K. L.: Corp. of London, 2003.

72. Innovation cities.<http://www.innovation-cities.com/innovation-cities-top-100-index-top-cities/>.
73. International Financial Statistics, 2010.
74. Key facts about the City of London and the 'Square Mile'. The City of London Corporation. Режим доступа: <http://www.cityoflondon.gov.uk/>
75. Kupiec, P and White, P (1996) 'Regulatory Competition and the Efficiency of Alternative Derivative Product Margining Systems', Journal of Futures Markets, Vol. 16, No. 8.
76. Munawar Iqbal, Ausaf Ahmad, Tariqullah Khan. Challenges Facing Islamic Banking. Jeddah, 2008.
77. OTC foreign exchange turnover by instrument, counterparty and currency n April 2010. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 - Final results. BIS. 2010
78. Oxford Economic Forecasting (рейтинг по опросам специалистов финансового сектора в 40 странах мира, макс. рейтинг - 1000).
79. Pain K. City of London – Global Village. Understanding the Square Mile in Postindustrial World Economy. Режим доступа <http://www.lboro.ac.uk/gawc/rb/rb218.html>.
80. PricewaterhouseCoopers UK Economic Outlook. November 2009. <https://www.ukmediacentre.pwc.com/imagelibrary/downloadMedia.ashx?MediaDetailsID=1562>.
81. Roxburgh Ch., Lund S., Piotrowski J. Mapping global capital markets 2011. Updated Research. McKinsey Global Institute. August 2011.
82. Saito A., Thornley A. Shifts in Tokyo's World City Status and the Urban Planning Response // Urbanstudies. L., 2003. Vol. 40. №4. P. 680.
83. Shanghai. Wikipedia. Free Encyclopedia. <http://en.wikipedia.org/wiki/Shanghai>.
84. The Financial Development Report 2010. World Economic Forum.- Geneva, NY., 2010. Pp. 12-13. URL: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_FinancialDevelopmentReport\\_2010.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2010.pdf).

85. The Global Finance Centres Index 1. March 2007. Z/Yen Group. City of London, 2007. <http://zyen.com/>
86. The Global Finance Centres Index 2. September 2007. Z/Yen Group. City of London, 2007. <http://zyen.com/>
87. The Global Finance Centres Index 5. March 2009. Z/Yen Group. City of London, 2009. <http://zyen.com/>
88. The Global Finance Centres Index 6. September 2009. Z/Yen Group. City of London, 2009. <http://zyen.com/>
89. The Global Finance Centres Index 9. March 2011. Z/Yen Group. 2011 <http://zyen.com/>
90. The value of Europe's International Financial Centres to the EU Economy. City of London. July 2011.
91. The World Factbook. Central Intelligence Agency. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2185rank.html>.
92. TMX Group. Annual Report. 2010. <http://www.tmx.com/en/pdf/TMXGroup2010AnnualReport.pdf>.
93. Top Banks in the World by Bankersalmanac.com // BankersAlmanac.com. The intelligent source. <http://www.bankersalmanac.com/addcon/infobank/bank-rankings.aspx>; World's 50 Biggest Banks 2010 // Global Finance. <http://www.gfmag.com/tools/best-banks/10619-worlds-50-biggest-banks.html>.
94. World Federation of Exchanges. <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2010>.
95. World Federation of Exchanges. WFE 2010 Market Highlights. <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2010%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>.
96. Worldwide Centres of Commerce Index. MasterCard Worldwide, 2008. [http://www.mastercard.com/us/company/en/insights/pdfs/2008/MCWW\\_WCoC-Report\\_2008.pdf](http://www.mastercard.com/us/company/en/insights/pdfs/2008/MCWW_WCoC-Report_2008.pdf).

97. Xinhua – Dow Jones International Financial Centres Development index (2011).  
2011 July 8.  
<http://www.sh.xinhuanet.com/zhuanti2011/ifcd2011/IFCD2011e.pdf>.
98. Z/Yen.com. <http://www.zyen.com/long-finance/global-financial-centres-index-gfci.html>.

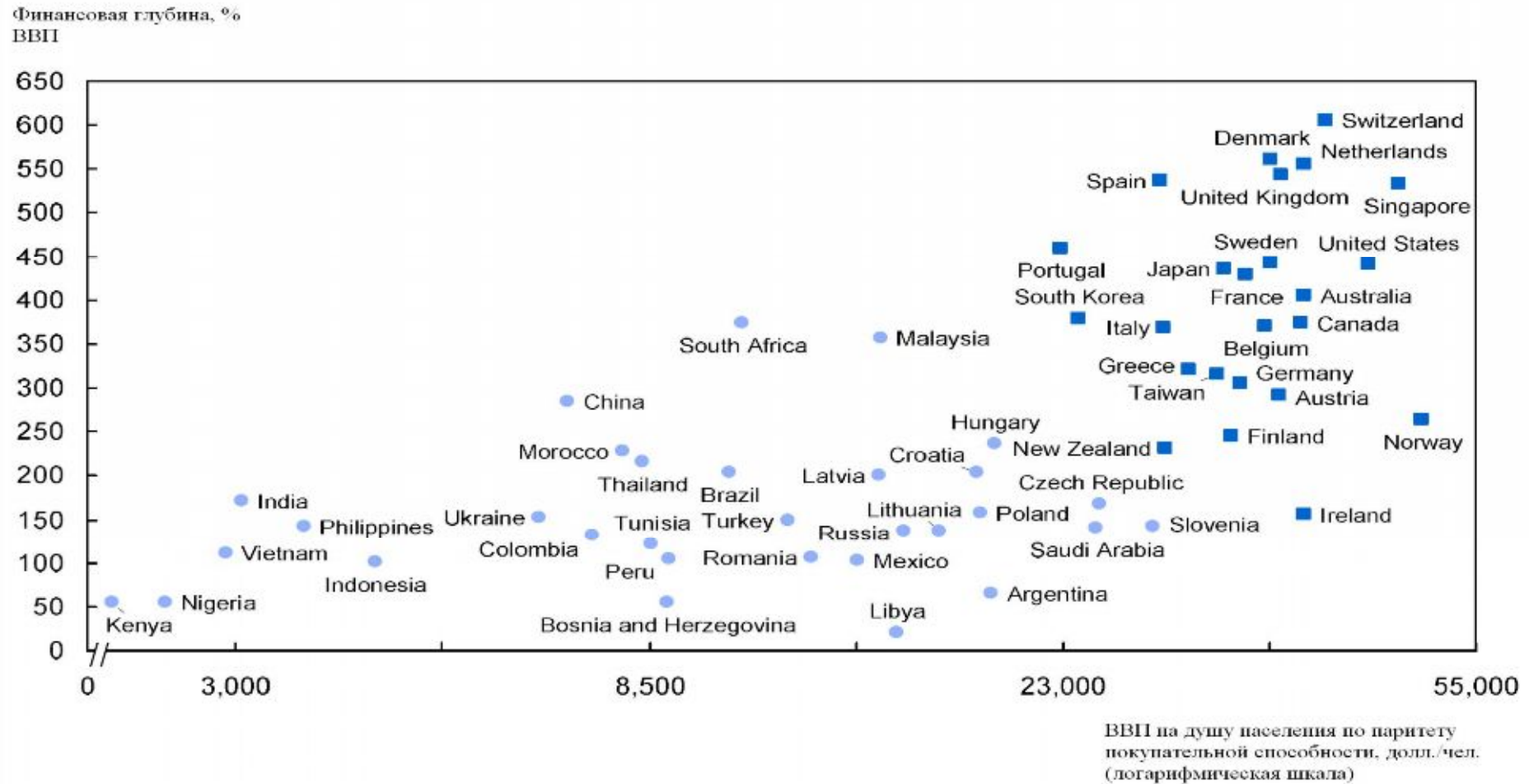


Рис. 1. Зависимость между глубиной финансового рынка и развитостью экономики (исследование компании McKinsey)<sup>205</sup>

<sup>205</sup> Roxburgh Ch., Lund S., Piotrowski J. Mapping global capital markets 2011. Updated Research. McKinsey Global Institute. August 2011. P. 26.

## Приложение 2.

Таблица 1

### Виды зарубежных банковских операций и их характеристика

Деятельность	Сущность операции
<b>I. Традиционные виды деятельности (60-е гг. XX в.)</b>	
1. Финансирование экспортно-импортных операций	Аккредитив, инкассация, работа с переводными векселями и документами
2. Сделки с валютой	Купля-продажа иностранных валют
3. Иностраные займы	Кредиты клиентам, находящимся в других странах
<b>II. Новые виды деятельности (70-е – 80-е гг. XX в.)</b>	
1. Рынок евровалют	Сделки и финансирование в евровалютах
2. Синдицированные еврокредиты	Организация и участие в синдицированных еврокредитах
3. Торговое банковское дело	Выпуск еврооблигаций и торговля на вторичном рынке, корпоративные услуги, включая слияния
<b>III. Инновационная деятельность (с 90-х гг. XX в. – наст. вр.)</b>	
1. Инновационное финансирование	Обеспечение программы выпуска евро нот (NIFs), процентные свопы и специфические нововведения
2. Мировой денежный рынок	Круглосуточные дилинговые операции
3. Управление портфелем выданных развивающимся странам займов	Взыскание долгов, пересмотр условий и изменение структуры долга, торговля долговыми обязательствами развивающихся стран на вторичном рынке
4. Частное банковское дело	Обеспечение финансовых услуг богатым клиентам в мировом масштабе



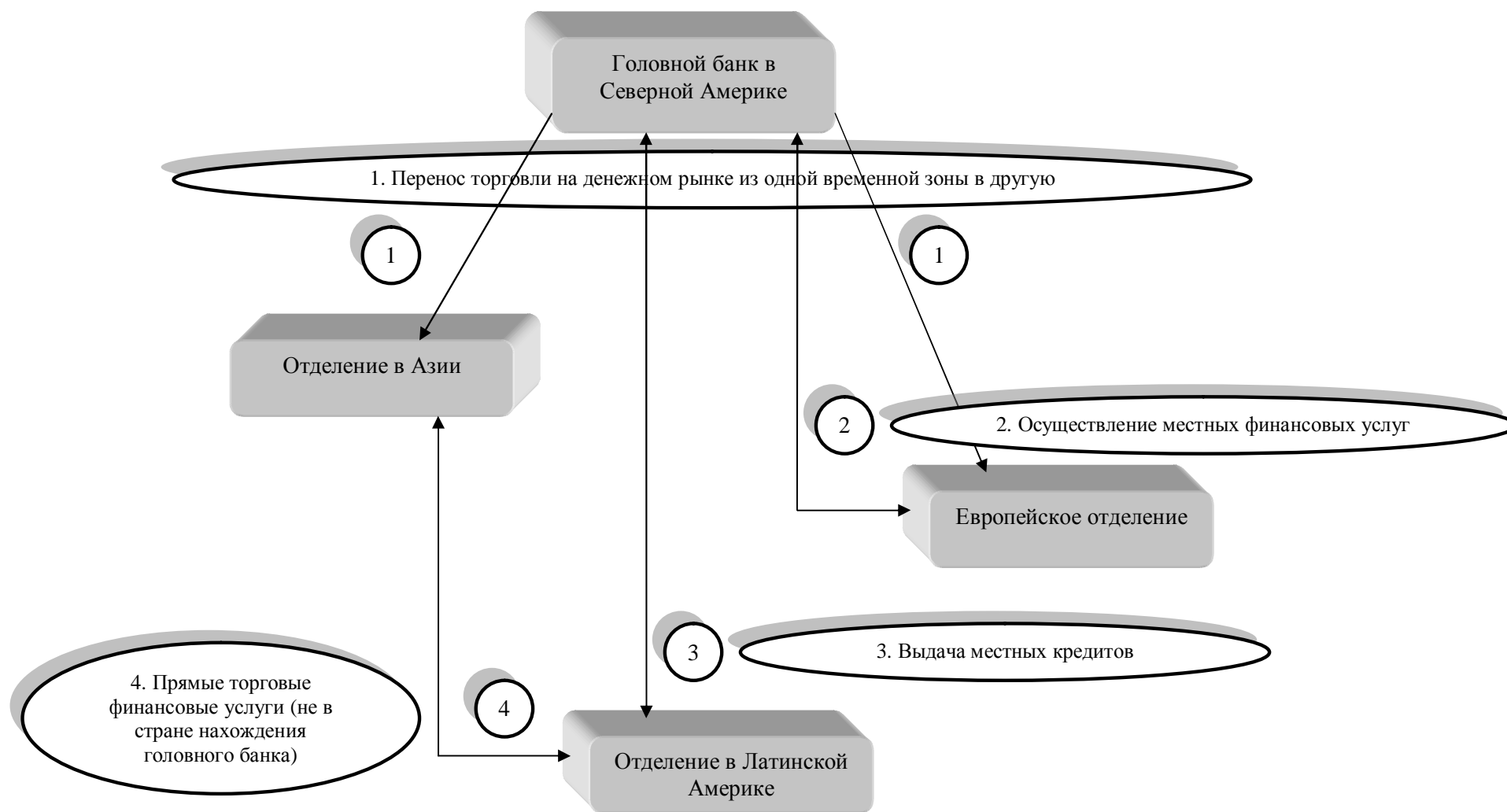


Рисунок 2. Основные способы использования мировой системы отделений



**Согласование национальной политики на финансовых рынках**

Рисунок 3. Структура мировых финансовых рынков<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Максимо В.Энг, Фрэнсис А.Лис, Лоуренс Дж. Мауэр. Мировые финансы. Пер. с англ. – М.: ООО Издательско-консалтинговая компания «ДеКА», 1988. С.146

Приложение 5.

Классификация МБК и их адекватность операциям МФЦ

Признак классификации	Вид МБК	Специфические показатели для данного вида	Особенности	Влияние на масштабы и структуру кредитования н/х и возможность функционирования МФЦ
1	2	3	4	5
Субъект	кредиты центрального банка	-качество обеспечения -финансовое положение -условия предоставления МБК	жесткие рамки для доступа банков к кредитам ЦБ	Ограничивают масштабы кредитования
	кредиты коммерческих банков	-финансовое положение	как правило, необеспеченный характер ссуд	Могут служить источниками неправомερных схем, ограничивая кредитование н/х
Срочность	краткосрочные	-срок МБК -порядок погашения долга	наиболее часто встречаются	Ограничивают предоставление долгосрочных кредитов
	среднесрочные	-финансовое положение -процентная ставка	финансовому положению уделяется больше внимания в силу увеличивающегося кредитного риска	Расширяют возможности участия банков в инвестиционном и проектном финансировании
	долгосрочные, в т.ч. инвестиционные (партисипационные, субординированные)	-процентная ставка -обеспеченность кредита	как правило, наиболее высокая процентная ставка, но и выше кредитный риск	
Обеспеченность	Обеспеченные	-обеспеченность	как правило, это кредиты ЦБ РФ или долгосрочные МБК	Ограничивают кредитование, т.к. отвлекают ресурсы
	Необеспеченные	-финансовое положение	наиболее часто встречаются и выдаются на короткие сроки	Расширяют границы кредитования
Размер процентной	рыночная/повышенная процентная ставка, льготная	-процентная ставка -срок МБК	ссуды с более высокой ставкой процента, как	Влияет на принятие решения о

ставки	выше/ниже эффективной ставки процента, по эффективной ставке	-вид МБК	правило, средне- и долгосрочные. Цель их выдачи – получение прибыли	привлечении МБК
Вид процентной ставки	плавающая, фиксированная, смешанная	-порядок погашения процентов		Разнонаправлено влияет на размеры кредитования, в зависимости от условий, иногда предпочтительно одна ставка, иногда-другая
Размер	крупные, средние, мелкие	-лимит, сумма МБК	при улучшении прочих показателей кредитного риска заемщика кредитор увеличивает и лимит на операции, а значит, и сумму МБК	Ограничивает кредитование крупных проектов
Направленность	на текущие нужды, на инвестиционные нужды	-лимит, сумма МБК -процентная ставка (см.стр.36)	Долгосрочные МБК могут реинвестироваться заемщиком в кредиты клиентам и приносить более высокий доход	Ограничивает кредитование внешними условиями и рисками
Риск	стандартные, нестандартные, сомнительные, проблемные, безнадежные (согласно 254-П)	-финансовое положение, -качество обслуживаемого долга	преимущественно стандартные ссуды в связи с высокими показателями качества	Ограничивает кредитование
Экономическое назначение	несвязанные, связанные	специфических показателей по данному критерию не выявлено	преимущественно несвязанные ссуды	Расширяют возможности кредитования
Форма привлечения	двусторонние	специфических показателей по данному критерию не выявлено	наиболее распространены благодаря скорости оформления сделки	Расширяют границы кредитования
	многосторонние	-показатели кредитного риска, -сумма МБК	более крупные суммы МБК, большое число участников в сделке	Ограничивают границы кредитования
Техника предоставления	одной суммой	специфических показателей по данному критерию не выявлено	встречаются реже	Ограничивают границы кредитования

	открытая кредитная линия	-финансовое положение, -срок операции -порядок погашения основного долга	к финансовому положению предъявляются высокие требования	Расширяют границы кредитования
Форма погашения	одной суммой, равными долями через равные промежутки времени, непропорциональными долями во взаимосогласованные даты	-порядок погашения основного долга и процентов	в силу своей краткосрочности, как правило, погашаются одной суммой	Ограничивают границы кредитования
Источник привлечения	внутренние, международные			
Валюта привлечения	в валюте страны-кредитора, в валюте страны-заемщика, в валюте третьей страны, в международных счетных единицах, мультивалютные	-качество законодательной базы	сопряженность с валютными рисками	Влияет на масштабы выдачи валютных кредитов
Юридическая подчиненность операций	подчиняющиеся законодательству страны-кредитора, заемщика, третьей страны			

**Приложение 6.**

**Функции Финансового Консультанта в процессе формирования банковской синдикации**

N п./п.	Этап сделки	Функции Финансового консультанта	Результаты работы Финансового консультанта
1.	Формирование имиджа заемщика	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Формирование репутации заемщика на рынке;</li> <li>- Подготовка заемщика к переговорам с банком;</li> <li>- Определение сильных и слабых сторон деятельности заемщика для формирования меморандума</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Положительная репутация банка на рынке;</li> <li>- Получение клиентом знаний об основных особенностях синдицированной сделки;</li> <li>- Публикации в СМИ информации о деятельности заемщика</li> </ul>
2.	Оценка качества проекта, под который привлекается синдицированный кредит	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Проведение оценки инвестиционного проекта заемщика;</li> <li>- Оценка финансового состояния Заемщика</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Оценка инвестиционного проекта</li> <li>- Отчет о финансовом состоянии Заемщика</li> </ul>
3.	Определение условий синдицированного кредитования	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Предложение заемщику потенциальных банков - кредиторов;</li> <li>- Информирование заемщика об основных требованиях кредиторов в процессе проведения сделки;</li> <li>- Помощь в подготовке документов для Меморандума</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Определение предварительных условий финансирования проекта</li> </ul>
4.	Подписание мандата между заемщиком и Организатором	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Определение основных прав и обязанностей Организатора и Заемщика в процессе формирования банковской синдикации</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Заключение договора между заемщиком и Организатором на организацию синдиката банков</li> </ul>
5.	Определение Организатором круга банков-участников	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Определение банков – участников синдикации;</li> <li>- Выбор вида синдицированного кредитования в соответствии с Инструкцией БР №110-И</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-- Рассылка приглашений банкам на участие в синдикации</li> </ul>
6	Подготовка и формирование Информационного меморандума	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Подготовка материалов и формирование Информационного меморандума</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Информационный меморандум</li> <li>- Передача Информационного меморандума банкам-участникам</li> </ul>
7	Формирование синдикации	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Консультирование потенциальных кредиторов об особенностях сделки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Формирование синдикации</li> </ul>
7	Подготовка и подписание кредитного договора	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Консультирование заемщика об основных условиях кредитного договора</li> <li>- Помощь заемщику в подготовке дополнительной информации- для банков - кредиторов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Заключение сделки синдицированного кредитования между сторонами</li> <li>- Заключение договора залога как обеспечения возвратности кредита, остающегося в управлении у Организатора</li> <li>- Получение обеспечения и управление им.</li> </ul>

## Приложение 7.

### АНКЕТА УЧАСТНИКА НА ТЕМУ «Оценка инфраструктуры финансового рынка»

#### 1. Как Вы оцениваете идею потенциальной консолидации бирж ММВБ И РТС и введение единого центрального контрагента с расчетами в рублях

- | ответ   | комментарий |
|---|-------------|
| - считаю целесообразным и объединение бирж, и введение единого центрального контрагента с рублевыми расчетами                       |             |
| - считаю, что объединение бирж нежелательно (невозможно), однако единый центральный контрагент с обязательствами в рублях необходим |             |
| - считаю, что существующая инфраструктура вполне адекватна потребностям участников, и никаких изменений не требуется                |             |
| - иное  |             |

#### 2. Считаете ли Вы целесообразным изменить расписание торгов на ММВБ и начинать торговый день с 10.00 мск?

- | ответ  | комментарий |
|--|-------------|
| - да, считаю, так как это будет соответствовать времени начала торгов на бирже РТС   |             |
| - да, считаю, так как это позволит синхронизировать старт торгов на фондовом, валютном и срочном рынке ММВБ                      |             |
| - да считаю, однако это следует вводить лишь для отдельных режимов торгов (например для T+2 или для T+3, либо для каких-то иных) |             |
| - нет, считаю предложенную меру нецелесообразной (либо нереализуемой по техническим причинам).                                   |             |
| - иное   |             |

#### 3. Как Вы оцениваете существующие требования по предварительному депонированию денежных средств участниками торгов?

- | ответ   | комментарий |
|---|-------------|
| - считаю, что должно быть 100% предварительное депонирование  |             |
| - считаю, что предварительное депонирование должно быть частичным (укажите в комментариях, следует ли менять размер предварительного депонирования; должно ли оно быть единым для всех участников или его размер должен быть дифференцирован) |             |
| - иное  |             |

#### 4. Испытываете ли Вы потребность в операциях РЕПО?

- | ответ  | комментарий |
|--|-------------|
| - да, активно использую данный продукт   |             |
| - в целом да, но возникают следующие затруднения при совершении этих операций (указать в комментариях какие) |             |
| - считаю, что данный продукт может быть интересен очень узкому сегменту участников                           |             |
| - иное   |             |

#### 5. Технология какого центрального контрагента - фондовой биржи ММВБ или РТС Стандарт является для Вас более приемлемой и почему?

- | ответ                                    | комментарий |
|--|-------------|
| - центральный контрагент на ММВБ         |             |
| - центральный контрагент на РТС Стандарт |             |
| - иное                                   |             |

#### 6. Какие факторы, по Вашему мнению, препятствуют формированию международного финансового центра в России?

- | ответ  | комментарий |
|--|-------------|
| - отсутствие центрального депозитария  |             |
| - несоответствие систем клиринга и расчетов международным образцам (что именно на Ваш взгляд не соответствует, уточните) |             |
| - неприемлемая на Ваш взгляд система требований относительно размера и порядка предварительного депонирования средств    |             |
| - узкий ассортимент торгуемых инструментов (укажите, каких именно инструментов по Вашему мнению не хватает)              |             |
| - иное   |             |

#### 7. Контактная информация о лице, заполнившим Анкету:

Дата заполнения:

<b>Модель конкурирующих российских бирж</b>	
<b>pro</b>	<b>contro</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Снимает угрозу монополизации</li> <li>• Стимулирует снижение стоимости обслуживания</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Единственным преимуществом конкурентного подхода в рамках одной линейки продукта является более низкая стоимость обслуживания, в то время как все остальные аспекты (ликвидность, прозрачность, эффективность) от конкуренции страдают. Что же касается снижения стоимости обслуживания, то ее можно с таким же успехом достичь при помощи общего снижения стоимости, являющегося следствием консолидации.</li> <li>• Удвоение расходов и капиталовложений на уровне инфраструктуры, особенно если эта дихотомия отражена на протяжении всей цепочки создания ценности с удвоением усилий ССР и ЦД.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Более непосредственно отражает интересы различных владельцев</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Удвоение операционных затрат для участников, которым потребуется двойное участие и связи с различными платформами и т.д.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создает противовес господству государства на рынках капитала (если бы обе конкурирующие биржевые группировки в России принадлежали брокеру/дилеру, их слияние произошло бы очень давно)</li> <li>• Обеспечивает соответствие бирж потребностям эмитентов и посредников</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Позволяет иностранным конкурентам действовать по принципу – разделяй и властвуй</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Как только биржа берет за основу коммерческую модель (возможно, после перехода от формы взаимной компании к какой-то другой форме) необходимость получения дополнительного дохода вызывает снижение стандартов в плане требований к листингу</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ослабевает связь биржи с эмитентом. Как правило, эмитент выбирает биржу, на которой он хочет обращаться, и платит за обслуживание выбранной бирже. Подобный механизм не работает, если эмитент платит за листинг на РТС, а все торги проходят на ММВБ.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Усилия российских бирж, которые они прилагали для конкуренции друг с другом за вторичный рынок, нанесли ущерб рынку первичному. Эта конкуренция привела к тому, что Россия потеряла существенную долю в этом бизнесе, поскольку первичный рынок ушел за границу</li> <li>• Соревнования за брокеров/дилеров приводит к снижению минимальных требований по капиталу со всеми вытекающими рисками</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• России потребуется инфраструктурная «валюта» для дальнейшего участия в слияниях и поглощениях. Ценность валюты снизится, если она будет разделена между конкурирующими биржами.</li> </ul>
<b>Модель консолидированных российских бирж</b>	
<b>pro</b>	<b>contro</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Аккумулирует ликвидность и, следовательно, создает открытие лучшей цены. Становится магнитом для ликвидности и выводит систему из равновесия, привлекая на биржу нынешний внебиржевой сектор. Снижение стоимости привлечения капитала на 5 базисных пунктов будет иметь существенное экономическое преимущество.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Приводит к конфликту интересов между владельцами (стремящихся к максимальной прибыли) и пользователями (стремящихся к минимизации доходов)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Предлагает торговые преимущества – например, единая платформа для исходного наличного рынка против рынка деривативов.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Расходы, связанные с интеграцией</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Функциональная конвергенция (между продуктами наличных средств, биржевых и внебиржевых деривативов) упрощают консолидацию.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Делает систему менее гибкой, поскольку отдельной бирже проще слиться с иностранными операциями</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Для конкуренции на международной арене России нужна единая вертикальная биржевая группа, которая будет способствовать определению курса России. Единая сильная биржа может более успешно вести переговоры с глобальными партнерами (группой MTS) или конкурировать с MTF, которые включают в листинг российские ценные бумаги за рубежом.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Единая биржа - это лучшее в ценностном плане предложение для иностранных инвесторов в России. Иностранному инвестору нужен прямой доступ на рынок, а не множество бирж.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Наличие единой биржи будет явным указателем для</li> </ul>	



иностраных инвестиционных банков, что инфраструктурная среда готова для инвестирования. Они могут более эффективно внедрять свои алгоритмические технологии продаж.	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Создает сильную структуру, способную быть региональным лидером, возглавляющим экономическую интеграцию рынков капитала.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Экономически прибыльная, особенно в отраслях с высокими технологическими затратами. Биржевые платформы с низкой латентностью дороги.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Требует консолидации капитала для построения необходимой России современной инфраструктуры – рынок первоначального размещения акций, товарный рынок, рынок деривативов, рынок заимствования и передачи в заём капитала. Ценовая конкуренция подрывает капитал и отнюдь не способствует увеличению капиталовложений. Маленькая биржа не в состоянии охватить такие крупные проекты, в то время как государственная биржа не в состоянии их быстро профинансировать</li> <li>• Единый свод правил. Прост для понимания клиентов и для контроля регулятора.</li> <li>• Проще вносить изменения в законы о рынке капитала при отсутствии конфликта интересов.</li> <li>• Консолидация инфраструктуры на выходе (ССР и ЦД) на много проще в условиях консолидированных бирж.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Консолидация бирж позволит рационализировать состав участников – хорошая возможность избавиться от мелких брокеров и дилеров.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Биржи скоро будут конкурировать с развивающимися МТФ (в России и за рубежом). ММВБ и РТС не способны конкурировать друг с другом, а впоследствии и с МТФ.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рынки работают более эффективно там, где сделки «заперты». Для биржи проще направить сквитованные операции напрямую в инфраструктуру на выходе, чем передавать сделки брокеру для повторного ввода для квитовки в ЦД. ММВБ не передает «запертые» сделки в ДКК, а РТС не передает запертые сделки в НДС. Это неэффективно.</li> </ul>	

*Приложение 9.*

		2006	2007	Δ 2007/ 2006	Отн. изм- е,%	2008	Δ 2008/ 2007	Отн. изм-е,%	2009	Δ 2009/ 2008	Отн. изм- е,%
<b>Объем торгов на рынках группы ММВБ</b>	трлн. руб.	52	106,9	54,9	205,58	149,8	42,9	140,13	175,9	26,1	117,42
	млрд. долл.	1924,8	4211,2	2286,4	218,79	5979,1	1767,9	141,98	5524,9	-454,2	92,40
<b>Валютный рынок</b>	трлн. руб.	25,9	38	12,1	146,72	67,7	29,7	178,16	96	28,3	141,80
	млрд. долл.	955,9	1493,1	537,2	156,20	2680	1186,9	179,49	3001,9	321,9	112,01
<b>Рынок ГЦБ и инструментов денежного рынка</b>	трлн. руб.	4,9	23,2	18,3	473,47	30,4	7,2	131,03	38,6	8,2	126,97
	млрд. долл.	181	922,5	741,5	509,67	1176,5	254	127,53	1198,2	21,7	101,84
<b>Фондовый рынок</b>	трлн. руб.	20,4	43,5	23,1	213,24	48,4	4,9	111,26	40,7	-7,7	84,09
	млрд. долл.	754,9	1708,9	954	226,37	1985,6	276,7	116,19	1304,2	-681,4	65,68
<b>Срочный рынок (включая товарные фьючерсы)</b>	трлн. руб.	0,894	2,2	1,306	246,09	3,4	1,2	154,55	0,7	-2,7	20,59
	млрд. долл.	33	86,7	53,7	262,73	137	50,3	158,02	20,5	-116,5	14,96
<b>ЗАО НДЦ</b>											
<b>Количество депонентов</b>		738	817	79	110,70	908	91	111,14	892	-16	98,24
<b>Рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в результате депозитарных инвентарных операций</b>	трлн. руб.	30,7	60,5	29,8	197,07	61	0,5	100,83	60,1	-0,9	98,52
	млрд. долл.	1135,3	2384,1	1248,8	210,00	2451,9	67,8	102,84	1903,3	-548,6	77,63
<b>ЗАО РП ММВБ</b>											
<b>Количество клиентов</b>	шт.	624	676	52	108,33	777	101	114,94	852	75	109,65
<b>Оборот средств клиентов по счетам в ЗАО РП ММВБ при расчетах на биржевых рынках</b>	трлн. руб.	72,7	111,8	39,1	153,78	129,6	17,8	115,92	128,3	-1,3	99,00
	млрд. долл.	2690,3	4405,8	1715,5	163,77	5210,7	804,9	118,27	4046,4	-1164,3	77,66

Приложение 10.

		2006	2007	Δ 2007/ 2006	Относит. изменение	2008	Δ 2008/ 2007	Относит. изменение	2009	Δ 2009/ 2008	Относит. изменение
<b>Объем торгов на рынках группы ММВБ</b>	трлн. руб.	52	106,9	54,9	205,58%	149,8	42,9	140,13%	175,9	26,1	117,42%
	млрд. долл.	1924,8	4211,2	2286,4	218,79%	5979,1	1767,9	141,98%	5524,9	-454,2	92,40%
Валютный рынок	трлн. руб.	25,9	38	12,1	146,72%	67,7	29,7	178,16%	96	28,3	141,80%
	млрд. долл.	955,9	1493,1	537,2	156,20%	2680	1186,9	179,49%	3001,9	321,9	112,01%
Рынок государственных ценных бумаг и инструментов денежного рынка	трлн. руб.	4,9	23,2	18,3	473,47%	30,4	7,2	131,03%	38,6	8,2	126,97%
	млрд. долл.	181	922,5	741,5	509,67%	1176,5	254	127,53%	1198,2	21,7	101,84%
Фондовый рынок	трлн. руб.	20,4	43,5	23,1	213,24%	48,4	4,9	111,26%	40,7	-7,7	84,09%
	млрд. долл.	754,9	1708,9	954	226,37%	1985,6	276,7	116,19%	1304,2	-681,4	65,68%
Срочный рынок (включая товарные фьючерсы)	трлн. руб.	0,894	2,2	1,306	246,09%	3,4	1,2	154,55%	0,7	-2,7	20,59%
	млрд. долл.	33	86,7	53,7	262,73%	137	50,3	158,02%	20,5	-116,5	14,96%
<b>ЗАО НДЦ</b>											
Количество депонентов		738	817	79	110,70%	908	91	111,14%	892	-16	98,24%
Рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в результате депозитарных инвентарных операций	трлн. руб.	30,7	60,5	29,8	197,07%	61	0,5	100,83%	60,1	-0,9	98,52%
	млрд. долл.	1135,3	2384,1	1248,8	210,00%	2451,9	67,8	102,84%	1903,3	-548,6	77,63%
<b>ЗАО РП ММВБ</b>											
Количество клиентов		624	676	52	108,33%	777	101	114,94%	852	75	109,65%
Оборот средств клиентов по счетам в ЗАО РП ММВБ при расчетах на биржевых рынках	трлн. руб.	72,7	111,8	39,1	153,78%	129,6	17,8	115,92%	128,3	-1,3	99,00%
	млрд. долл.	2690,3	4405,8	1715,5	163,77%	5210,7	804,9	118,27%	4046,4	-1164,3	77,66%

**Меры законодательного характера по повышению роли и стратегическому позиционированию центрального контрагента на финансовых рынках**

Одной из основных проблем, стоящих сегодня перед российским фондовым рынком, являются законодательные пробелы в организации и регулировании клиринговой деятельности. Без формирования законодательной базы в этой сфере очень трудно развивать новые финансовые продукты, невозможно повысить ликвидность на фондовом рынке, построить эффективную систему расчетов, что приводит к стагнации в развитии рынка. К сожалению, только путем внесения поправок в существующие нормативные акты эту проблему не решить, необходим самостоятельный закон о клиринге и клиринговой деятельности.

Сегодня регуляторы работают над четырьмя базовыми законопроектами, цель которых - изменить сложившуюся ситуацию в регулировании рынка. Один из таких законов - законопроект о клиринге и клиринговой деятельности. Относительно существующего законопроекта эксперты рынка предлагают уточнить следующие моменты:

1. При разделении клиринга с ЦК необходимо в законопроекте предусмотреть возможность формирования и распоряжения обеспечением (гарантийным фондом и депонированными средствами) непосредственно самим Центральным контрагентом, а не клиринговой организацией, как, например, предусмотрено 20-22 статей законопроекта:

2. В законопроекте отсутствует четкое описание счета, на котором учитываются средства ЦК.

3. Необходимо в законе зафиксировать о том, какие услуги и кому оказывает ЦК.

4. Документы участниками клиринга должны предоставляться ЦК, когда ЦК не осуществляет клиринг, а не клиринговой организации.

5. Поскольку сделки на торгах заключаются между участником клиринга и ЦК, условия об обеспечении таких сделок также должны содержаться в соглашении между ЦК и участником клиринга, а не в правилах клиринга клиринговой организации, которая не является стороной в сделке.

6. При получении документов от участников клиринга ЦК и клиринговая организация вместе с такими документами получает и сведения о персональных данных физических лиц, однако при действующем законе «О персональных данных» клиринговая организация будет нарушать этот закон, ввиду того, что требования закона «О персональных данных» являются практически не выполнимыми для клиринговых организаций и ЦК.

7. Необходимо исключить в законопроекте двойное согласование руководителей КО.

8. Целесообразно права регулятора по участию в собраниях (заседания) органов управления и по запросу КО и ЦК документов ограничить полномочиями в рамках осуществления КО И ЦК клиринговой деятельности

Вместе с тем не следует забывать, что и Закон о Центральном депозитарии, над которым параллельно идет работа, также затронет вопрос организации клиринга в свете деятельности такого депозитария. Целесообразно, чтобы эти два нормативных акта учитывали положения друг друга и не были противоречивыми.

Какое место в Законе о Центральном депозитарии занимают вопросы клиринга? В утвержденной концепции данного закона говорится, что Центральный депозитарий будет расчетным депозитарием, а расчеты невозможны без клиринга. Таким образом, Центральный депозитарий будет вправе осуществлять указанные в законе виды клиринга в соответствии с законодательством о клиринге. Закономерно возникает вопрос: о каких видах клиринга может идти речь в готовящемся документе? Клиринг, который сегодня осуществляется в России, - это проверка и подтверждение взаимных обязательств. Речь в данном случае идет о расчетах сделок с ценными бумагами. То есть для проведения окончательных расчетов организация, осуществляющая клиринг, сверяет взаимные обязательства сторон и переводит ценные бумаги или деньги в зависимости от того, какие используются расчеты. Есть поручения с одной и с другой стороны, клиринговая организация сводит их попарно и определяет обязательства двух сторон. Операции неттинга в такой схеме клиринга не предусматриваются.

В этом смысле клиринг как определение взаимных обязательств и дальнейших расчетов по этим обязательствам - это естественная функция Центрального депозитария. Вполне вероятно, что именно этот вид клиринга будет оговорен законодателем в Законе о Центральном депозитарии. ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ - существующая в некоторых государствах организация, ведущая

централизованный в масштабах всей страны учет прав по ценным бумагам и операций с ними; кроме того, хранит сертификаты ценных бумаг. Ц.д. осуществляет депозитарную деятельность с использованием разветвленной информационной системы, которая при высоком технологическом уровне позволяет фиксировать информацию о сделках с ценными бумагами в минимальные сроки. Существование Ц.д. позволяет избежать физического движения ценных бумаг, что значительно ускоряет их оборот и снижает издержки. Кроме того, существование Ц.д. минимизирует риск утраты или фальсификации ценных бумаг. В некоторых государствах (напр., во Франции) депонирование ценных бумаг в Ц.д. является обязательным условием допуска их к обращению на фондовой бирже.

Вместе с тем в мировой практике на развитых фондовых рынках широко распространен централизованный клиринг с использованием ССР (central counter party - центральный контрагент). В этом случае центральный контрагент берет на себя обязательства по всем сделкам, становится фактически стороной по сделкам между участниками клиринга, в десятки раз сокращая их обязательства друг перед другом, что позволяет значительно повысить ликвидность средств участников и их клиентов.

Отсутствие полноценного централизованного клиринга на российском фондовом рынке порождает его основную проблему: участники не могут быть уверены, что заключенные ими сделки будут рассчитаны. Отсутствие гарантий выполнения своих обязательств одной из сторон сделки можно назвать основным риском российского рынка. Без ССР и без клиринга в форме неттинга достаточно сложно обеспечить гарантии обязательств участников по сделкам с ценными бумагами.

**Поэтому основными направлениями законодательства в области клиринга и клиринговой деятельности в России должны стать следующие:**

1. Необходимо ввести в практику понятие «коллатерализация активов» с целью использования их в качестве обеспечения по обязательствам, которые возникают у клиентов брокеров. Collateral - активы (ценные бумаги, денежные средства и другие активы), предлагаемые в качестве обеспечения исполнения обязательств по сделке (возврата кредита, поставки бумаг и пр.), т. е. обеспечения расчетов.

2. Брокер должен иметь право маневрировать клиентскими средствами в рамках единого пула по своему усмотрению для покрытия обязательств по сделкам своих клиентов. При этом, в определенных случаях, брокер может платить своему клиенту за использование его средств.

3. У центральной клиринговой организации (далее - клиринговая организация) должно быть право, аналогичное праву брокера в отношении его клиентов. Клиринговая организация должна иметь возможность использовать средства, которые брокер хранит на счетах депо в Центральном депозитарии (если Центральный депозитарий и клиринговая организация не совпадают), для покрытия клиентских обязательств или требовать у брокера внесения обеспечения по возникшим обязательствам. При этом клиринговая организация не должна брать на себя обязательства по сделкам, которые, по ее мнению, не могут быть рассчитаны, и включать их в клиринговый пул.

В том случае, если функции клиринговой организации и Центрального депозитария будут разделены, необходимо создать механизм их взаимодействия для обеспечения гарантий исполнения сделок. В противном случае, у инфраструктуры не будет возможности покрыть рыночные риски.

4. Необходимо ввести эффективный механизм подтверждения всеми заинтересованными сторонами сделки (брокером, кастодианом, инвестором) факта ее совершения и их согласия использовать активы на счетах в качестве обеспечения обязательств по совершенным сделкам.

5. Очевидно, что отсутствие на момент расчетов ценных бумаг на счету у одной из сторон сделки может привести не только к невозможности рассчитать эту сделку, но и к «цепной реакции», в результате которой может «зависнуть» целый ряд взаимосвязанных сделок. При неудачном стечении обстоятельств такая ситуация способна привести к системному кризису.

В связи с этим необходимо законодательно описать не только вопросы распоряжения активами, принадлежащими клиентам брокеров и участникам клиринговой организации, но и технологии кредитования ценными бумагами, как на организованном рынке, так и при заключении сделок вне бирж. Этот общепризнанный механизм поддержания ликвидности и надежности расчетов в России в настоящее время отсутствует. Положительным моментом является то, что необходимость внедрения механизмов кредитования ценными бумагами понимают все участники рынка - от расчетных депозитариев и брокеров до торговых площадок и кастодиальных банков. С пониманием к этому вопросу относятся и регулирующие органы. На законодательно оформленной базе станет возможным достижение договоренностей между клиринговой организацией, расчетными депозитариями и банками, выступающими в роли кредиторов, о списке ценных бумаг, которые могут использоваться в качестве обеспечения кредита под расчеты сделок.