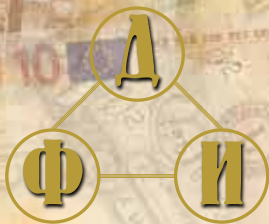


# ФИНАНСЫ ДЕНЬГИ ИНВЕСТИЦИИ

Издается с 2003 года  
Аналитический журнал

3/2013  
(47)



## Редакционный совет:

Геронина Н.Р., д.э.н., проф.,  
Думная Н.Н., д.э.н., проф.,  
Красавина Л.Н., д.э.н., проф.,  
Миркин Я.М., д.э.н., проф.,  
Насибян С.С., д.э.н., проф.,  
Рубцов Б.Б., д.э.н., проф.,  
Семенкова Т.Г., д.э.н., проф.,  
Семенкова Е.В., д.э.н., проф.,  
Сумароков В.Н., д.э.н., проф.,  
Хандруев А.А., д.э.н., проф.,  
Хоминич И.П., д.э.н., проф.,  
Филатова Т.В., к.э.н., проф.

Главный редактор/  
научный редактор В.Н. Володина

Распространение Е.В. Тупальская

Журнал включен  
в Российский индекс  
научного цитирования (РИНЦ)

Адрес: Ленинградский пр-т  
дом 80, корп. Г, МФПУ «Синергия»  
Телефон 8-916-646-09-30  
<http://finvector.ru>  
E-mail: [nikainform@mail.ru](mailto:nikainform@mail.ru)

Подписной индекс  
по каталогу «Роспечать» 81652

© ООО «Фининформсервис НИКА»  
Учредитель: ООО «Фининформсервис  
НИКА». Свидетельство ПИ № 77-1026.  
Оформление оригинал-макета  
«Фининформсервис НИКА».  
Усл. печ. л. 6,0. Тираж 1000 экз.  
Формат 60x84 1/8.

Перепечатка материалов и любое  
воспроизведение в электронном виде  
только с письменного разрешения  
редакции или по договору.  
Ссылка на журнал обязательна.

## Тема номера Финансовый рынок: инфраструктура, регулирование, инструменты

### ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Дадашева О.Ю. Проблемы совершенствования инфраструктуры финансового рынка .....	2
• Основные принципы организации инфраструктуры финансового рынка .....	2
• Рейтинговые оценки, отражающие состояние развития институтов инфраструктуры финансового рынка .....	4

### ФИНАНСОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Светлов А.А. Совершенствование регулирования финансового рынка как фактор развития мировой экономики .....	6
Необходимость изменения существующей системы государственного регулирования .....	6
• Анализ основных принципов управления активами и пассивами: новый подход к оценке балансовой стоимости активов .....	7

### ФИНАНСОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ

Медведева М.Б., Гладышев Д.А. Платежные системы как элементы инфраструктуры финансового рынка .....	10
• Роль инфраструктуры в стабильном функционировании финансовой системы .....	10
• Различные формы инфраструктуры глобальных финансовых рынков .....	12

### ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Пашковская И.В. Роль конвертируемых облигаций в поддержании достаточности собственного капитала банков в условиях кризиса .....	14
• Конвертируемые облигации как новый контрциклический инструмент .....	14
• Становление и развитие рынка КО .....	16

### ФОНДОВЫЕ ОПЕРАЦИИ

Рубцов Б.Б., Лукашенко И.В. Особенности торговли углеродными единицами на финансовом рынке .....	18
• Обзор существующих рынков и объединений .....	19
• Россия и углеродный рынок .....	22

### ИНВЕСТИЦИИ

Афанасьева О.Н. Особенности и проблемы становления венчурного финансирования в России .....	27
• Основные формы венчурного финансирования .....	27
• Различия венчурного финансирования и банковского кредита .....	28
• Особенности венчурного финансирования в России .....	29

АННОТАЦИИ .....	32
-----------------	----

ANNOTATION .....	33
------------------	----

### ПРЕСС-РЕЛИЗЫ

• Анатолий Аксаков: необходимы изменения в налоговой системе, стимулирующие экономический рост .....	34
• Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной на парламентских слушаниях в Совете Федерации 8 октября 2013 года .....	35
• Россия и БРИКС – в числе лидеров по росту инвестиций .....	39

## ПРОБЛЕМЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

ДАДАШЕВА О.Ю., к.э.н., доц., кафедра «Банки и банковский менеджмент»,  
Финансовый университет при Правительстве РФ

E-mail: [dadasheva.olga@yandex.ru](mailto:dadasheva.olga@yandex.ru)



Обеспечение стабильности и устойчивости финансового рынка – одна из важнейших задач, решаемых финансовыми властями всех уровней после глобального кризиса 2007– 2008 гг. Одной из основных проблем настоящего времени стало создание инфраструктуры финансового рынка, способной обеспечить прозрачность рынка, в том числе и операций с производными финансовыми инструментами.

### Основные принципы организации инфраструктуры финансового рынка

В соответствии с Питтсбургской декларацией «Группы 20», принятой в 2009 г., был сделан целый ряд шагов по совершенствованию инфраструктуры финансового рынка и регулированию операций с производными финансовыми инструментами. Свой вклад в этот процесс внесли такие международные финансовые институты, как Банк международных расчетов и Международная организация комиссий по ценным бумагам, опубликовавшие в апреле 2012 г. доклад «Принципы для инфраструктур финансового рынка». В документе описаны 24 основных принципа. Первые три рассматривают вопросы общей организации инфраструктуры финансового рынка, предполагают создание правовой основы для функционирования инфраструктурных институтов финансового рынка на национальном уровне посредством создания соответствующей законодательной и юридической базы, порядок управления институтами инфраструктуры финансового рынка, а также предусматривают комплексный подход к управлению рисками. Следует отметить, что в России приняты законы и нормативные документы, создающие основу для правового регулирования деятельности инфраструктурных институтов. К их числу относятся:

- Федеральный закон №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
- Федеральный закон №7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности»;
- Федеральный закон №414-ФЗ «О центральном депозитарии»;
- Федеральный закон №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»;
- Кодекс об административных правонарушениях (ст.15.19);
- Приказ ФСФР №11-68/ пз-н «О порядке ведения реестра договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора), предоставления информации, необходимой для ведения указанного реестра и информации из указанного реестра, а также представления реестра договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора) в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг» (с внесенными впоследствии изменениями).

Таким образом, в России появилось законодательство, регулирующее деятельность центрального депозитария ценных бумаг, централизованный клиринг внебиржевых сделок с производными финансовыми инструментами, создание торговых и электронных систем для проведения внебиржевых сде-

лок с производными финансовыми инструментами, деятельность торговых репозитариев, а также стандартизацию производных финансовых инструментов. Это нашло отражение, в том числе, в четвертом докладе Совета по финансовой стабильности, посвященном внедрению реформ на рынке внебиржевых деривативов<sup>1</sup>.

**Четыре принципа посвящены вопросам управления кредитным риском и риском ликвидности.** Кредитный риск предполагается снизить посредством создания системообразующего института Центрального контрагента, являющегося стороной по сделкам участников рынка. Этот институт, по мнению авторов доклада, должен иметь эффективную систему управления рисками и достаточный объем финансовых ресурсов, необходимых для его устойчивой работы. Заключение сделок через Центрального контрагента даст возможность участникам финансового рынка избежать рисков контрагента, неизбежных при заключении двусторонних сделок.

**Принципы 5 и 6** предусматривают формирование залогового обеспечения и внесение участниками рынка залогового депозита при проведении операций через Центрального контрагента. Институты инфраструктуры финансового рынка должны эффективно оценивать, контролировать и управлять своим риском ликвидности.

**Следующая группа принципов (8-10)** рассматривает вопросы проведения расчетов и предполагает обеспечение их завершенности в денежной форме, а также своевременную и полную поставку реальных активов или финансовых инструментов, ставших предметом сделки. Особое внимание уделено роли и месту Центральных депозитариев ценных бумаг – инфраструктурных институтов, ведущих учет ценных бумаг и операций с ними в масштабах страны. **Принцип 11** инфраструктур финансовых рынков предполагает хранение ценных бумаг в имобилизованной и дематериализованной форме для их бездокументарной передачи.

**Принципы 13 и 14** предусматривают создание соответствующих процедур и правил в случаях невыполнения обязательств. При этом подчеркивается необходимость обеспечения сегрегации и возможности перевода позиций клиентов участника рынка и залогового обеспечения, предоставленного Центральному контрагенту в отношении этих позиций.

**Три принципа посвящены вопросам управления коммерческим и общим рисками.** При этом особое внимание уделено депозитарному и инвестиционному рискам. Подчеркнуто, что инфраструктурные институты должны защищать собственные активы, а инвестиции проводить в активы, сопряженные с наименьшим кредитным и рыноч-

ным рисками. Снижение операционного риска также рассматривается как одна из основных задач инфраструктурных институтов финансового рынка. **Принципы 18 и 19** предусматривают справедливый и открытый доступ к институтам инфраструктуры финансового рынка. **Принцип 20** предполагает порядок установления связей между инфраструктурными институтами финансового рынка и необходимость выявления, контроля и управления рисками, обусловленными такой связью.

**Принципы (21 и 22)** предполагают необходимость обеспечения эффективности и результативности деятельности инфраструктурных институтов, удовлетворение ими потребностей участников рынка и регуляторов, а также соответствие международным стандартам и процедурам, обеспечивающим эффективные платежи, клиринг, расчеты и ведение документации.

Большое внимание в докладе уделено вопросам прозрачности деятельности инфраструктур финансового рынка, которые отражены в **23 и 24 принципах**. Такая прозрачность может быть достигнута посредством установления четких и понятных всем участникам рынка правил и процедур, которые должны быть обнародованы. В частности, информация о сделках с производными финансовыми инструментами, хранящаяся в торговых репозитари-

<sup>1</sup> [http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb\\_publications/tid\\_149/index.htm](http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/tid_149/index.htm), см. более подробно К.Л. Астанов «Развитие рынка деривативов в Российской Федерации в контексте решений стран «Группы 20» Деньги и кредит №6 2013 г. С. 63

Таблица 1

Страна	Центральный контрагент	Платежные системы	Центральный депозитарий и система расчетов по ценным бумагам	Торговые репозитарии
Бразилия	1	1	1	1
Китай	1	1	1	Торговые репозитарии не созданы и нет планов их создания
Индия	1	1	1	1
Россия	1	3	2	1
Южная Африка	4	1	3	1

Источник: «Implementation monitoring of PFMI – Level 1 assessment report» – <http://www.bis.org/publ/cpss111.pdf>

ях, должна раскрываться ими и быть доступна не только регуляторам и компетентным органам, но и общественности в соответствии с их потребностями.

В докладе уделено большое внимание задачам и функциям основных институтов инфраструктуры финансового рынка – центральному депозитарию, системе расчетов по ценным бумагам, центральному контрагенту, платежным системам, торговым репозитариям<sup>2</sup>.

### Рейтинговые оценки, отражающие состояние развития институтов инфраструктуры финансового рынка

Опубликовав в апреле 2012 г. «Принципы для инфраструктур финансового рынка», Банк международных расчетов и Международная организация комиссий по ценным бумагам, проводят мониторинг внедрения этих принципов в различных юрисдикциях. Результаты такого мониторин-

га были опубликованы в августе 2013 г. в докладе «Мониторинг внедрения ПИФР»<sup>3</sup>. Представленный доклад является докладом первого уровня и призван ответить на вопрос о том, в какой степени законодательство той или иной страны соответствует задачам внедрения принципов для инфраструктур финансового рынка. В докладе приведены данные по 27 странам, среди которых и страны BRICS – Бразилия, Китай, Индия, Россия и Южная Африка. Для оценки состояния внедре-

<sup>2</sup> См. более подробно Дадашева О.Ю. «Роль инфраструктуры финансового рынка в развитии инвестиционной банковской деятельности», Банковские услуги №10, 2012 г.

<sup>3</sup> «Implementation monitoring of PFMI – Level 1 assessment report» <http://www.bis.org/publ/cpss111.pdf>

ния принципов для инфраструктур финансового рынка были использованы четыре рейтинговые оценки:

- проекты мер по внедрению принципов не опубликованы;
- проекты мер по внедрению принципов опубликованы;
- финальные меры по внедрению принципов опубликованы;
- финальные меры по внедрению принципов вступили в силу.

В таблице 1 приведены рейтинговые оценки по странам BRICS, отражающие состояние развития основных институтов инфраструктуры финансового рынка.

Из данных, приведенных в таблице 1, можно сделать вывод, что группа развивающихся стран, анализ развития инфраструктуры финансового рынка которых приведен в докладе, только формирует важнейшие институты инфраструктуры финансового рынка. Уровень развития законодательства в этих

странах не однороден, однако они отстают от стран с развитой экономикой. Например, в Великобритании внедрение принципов инфраструктур финансовых рынков в части создания и развития всех важнейших институтов инфраструктуры финансового рынка получили рейтинговую оценку 4. В ЕС уровень развития таких инфраструктурных институтов, как центральный контрагент и торговые репозитории, имеет оценку 4, при отставании центрального депозитария ценных бумаг и систем расчетов по ценным бумагам (2), а также платежных систем (1). Общим для группы анализируемых стран является невысокий уровень законодательного регулирования деятельности таких инфраструктурных институтов, как торговые репозитории.

Следует отметить, что в России правовой статус торговых репозитариев не определен. Их деятельность не лицензируется. При этом особенностью отечественного законодательства

стала привязка права на ликвидационный неттинг по обязательствам, возникающим при проведении операций с производными финансовыми инструментами в рамках генеральных соглашений, к предоставлению отчетов по сделкам в торговый репозиторий. Данные из реестра торгового репозитария имеют приоритет при определении сумм взаимных обязательств. Это существенно повышает ответственность репозитариев и в качестве первоочередной задачи ставит управление операционными рисками. В настоящее время широко обсуждаются возможности совершенствования отечественного законодательства в части регулирования деятельности торговых репозитариев. Представляется, что при высокой степени важности такой работы она займет достаточно продолжительный период времени и потребует участия регулятора финансового рынка, участников рынка, созданных ими саморегулируемых организаций.

### Литература

1. Астапов К.Л. «Развитие рынка деривативов в Российской Федерации в контексте решений стран «Группы 20» Деньги и кредит №6 2013 г. С. 63 – [http:// www.financialstabilityboard.org/list/fsb\\_publications/tid\\_149/index.htm](http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/tid_149/index.htm)
2. Дадашева О.Ю. «Роль инфраструктуры финансового рынка в развитии инвестиционной банковской деятельности», Банковские услуги №10, 2012 г.
3. «Implementation monitoring of PFMLs – Level 1 assessment report» <http://www.bis.org/publ/cps111.pdf>

**Подробную информацию о наших изданиях  
вы можете прочитать на сайте  
<http://finvector.ru>**

# СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА КАК ФАКТОР РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

СВЕТЛОВ А.А., аспирант, кафедра «Мировая экономика и международные финансовые отношения»,  
Финансовый университет при Правительстве РФ

E-mail: svetlov@axiomatrica.ru



Финансовый кризис, начавшийся в августе 2007 г. и быстро распространившийся на мировые рынки ценных бумаг, был далеко не первым банковским кризисом в современной истории. Принимая во внимание тяжелые последствия финансовых кризисов для мировой экономики, представляется целесообразным обратиться к государственным институтам с призывом к активным действиям, способным обеспечить стабильность мировым финансовым рынкам. Возникает вопрос: почему многочисленные органы надзора, регулирующие деятельность финансовых институтов, не смогли предпринять предупредительные шаги, способные уменьшить масштабы кризиса? Ответ очевиден – существующая система государственного регулирования оказалась *не способна* смягчить эндогенные кризисы, связанные с циклическими явлениями на кредитных и фондовых рынках, а дальнейшее укрепление существующей структуры регулирования не поможет решению поставленных задач. Назрела необходимость выработки нового подхода к регулированию финансового сектора.

## Необходимость изменения существующей системы государственного регулирования

Действующий подход к системному регулированию финансовых рынков основан на предположении, что стабильность финансовой системы в целом может быть достигнута за счет обеспечения устойчивости каждого отдельного института, являющегося частью этой системы. Опыт последнего кризиса показал несостоятельность такого подхода. Отдельные институты, пытаясь обеспечить свою устойчивость, предпринимали в совокупности действия, подрывающие стабильность системы в целом. Совершенствование управления активами, например, их продажа в условиях роста ценовых рисков является разумным действием с точки зрения отдельного института; однако если значительная часть участников рынка одновременно предпримет попытки ликвидации активов, то их цена существенно снизится, что повлечет за собой новую волну продаж и возникновение «маржевых» и ценовых спиралей. Таким образом, попытка достижения устойчивости отдельного финансового института приводит к снижению стоимости активов, возникновению ценовой корреляции между активами разных классов и увеличению волатильности финансового рынка.

Финансовые кризисы не являются случайными событиями, они – суть последствия экономически необоснованного роста денежной массы, искажающего основной показатель стоимости активов – их рыночную цену. Рыночная цена, в свою очередь, является основным вводным параметром при оценке рисков, ассоциированных с активами, что в условиях «раздутых» цен может привести к их несправедливой оценке. Практика показала, что в условиях роста денежной массы рыночная стоимость активов увеличивается, в то время как параметры оценки рисков снижаются на фоне увеличивающейся борьбы финансовых институтов за высокую доходность. По нашему мнению, к основным способам

повышения доходности можно отнести:

- увеличение баланса финансового института;
- снижение стоимости финансирования за счет привлечения краткосрочного кредитования;
- увеличение кредитного плеча.

В связи с этим ключевой задачей макропруденциального регулирования должно стать формирование сил, противодействующих снижению измеряемых параметров риска во время фазы экономического роста и росту этих параметров во время экономического спада. Регулирующие органы должны повышать требования к нормативам достаточности капитала в условиях роста рыночной стоимости активов и снижать эти требования в условиях спада, то есть – требования к нормативам достаточности капитала должны быть контрциклическими. Эти требования должны включать ограничения на рост кредитного плеча и увеличение баланса финансовых институтов. В современных условиях развития финансового рынка регулирующим органам целесообразно выработать систему сдержек и противовесов, принуждающих участников рынка снижать кредитное плечо и аккумулировать *избыточные* денежные средства, когда параметры финансовых рисков невысоки. В свою очередь, аккумулированный финансовыми институтами избыточный капитал может быть использован в условиях экономического спада и снижения стоимости активов,

что позволит участникам рынка смягчить последствия шока ликвидности.

### **Анализ основных принципов управления активами и пассивами: новый подход к оценке балансовой стоимости активов**

Совершенствованию регулирования финансовых рынков способствует формирование основных принципов управления активами и пассивами.

Анализ практики показал, что дополнительным источником нестабильности современной мировой финансовой системы является привлечение краткосрочного фондирования покупки долгосрочных активов с низким уровнем ликвидности. Представляется возможным сделать вывод, что системный риск усиливает неэффективное управление активами финансового института. Например, если два института имеют на балансе одни и те же активы, но институт «А» финансирует их за счет привлечения долгосрочного фондирования, а институт «Б» – за счет заимствования средств срочностью «овернайт», то указанные институты представляют потенциально разную угрозу системной стабильности. Однако в настоящее время принципы регулирования финансовой деятельности субъектов хозяйствования, связанные со срочностью активных и пассивных операций, отражены слабо. Недостаток норм регулирования способствовал использованию участниками рынка капитала краткосрочного заимствования средств для фондирования ак-

тивов как наиболее дешевого инструмента финансирования, что выгодно финансовым институтам в условиях экономического роста, когда разница доходности по долгосрочным и краткосрочным обязательствам наиболее велика. Использование финансовыми институтами краткосрочного заимствования средств в качестве основного инструмента фондирования, по нашему мнению, является основной причиной кризиса ликвидности 2007–2009 гг.

Введение новых норм регулирования и учета финансовых активов, способных сократить проциклическость требований к коэффициенту достаточности капитала, может способствовать снижению стрессов в финансовой системе, возникающих в моменты кризиса ликвидности. Адекватным предложением такого рода может стать новый способ оценки активов, финансируемых за счет привлечения среднесрочного или долгосрочного фондирования.

В настоящее время институты, привлекающие долгосрочные или среднесрочные источники финансирования активов, обязаны оценивать их по текущей рыночной стоимости, как и участники рынка, осуществляющие фондирование за счет эмиссии краткосрочных долговых обязательств. В случае же падения рыночной стоимости активов на балансе и те, и другие институты обязаны привлечь дополнительный капитал для восстановления коэффициента достаточности капитала или сократить свои балансы. Такое однообразное приме-

нение методики оценки активов – использование *текущей* рыночной стоимости – лишь способствует углублению кризисов ликвидности. Требование оценивать активы по рыночной стоимости справедливо и разумно для институтов, фондирующих активы на рынке краткосрочных средств – если банк финансирует актив на рынке РЕПО – «овернайт». Очевидно, что текущая цена актива является определяющим фактором в процессе рефинансирования долга. Для банка, финансирующего тот же самый актив за счет эмиссии среднесрочного долга, **цена актива будет иметь определяющее значение лишь в момент рефинансирования своих долговых обязательств.** Применение текущей цены актива для отражения стоимости актива на балансе в данном случае лишено экономического смысла и лишь способствует неустойчивости системы в целом. Конструктивным подходом к разрешению этого явного противоречия может стать **введение нового метода оценки стоимости актива**, отражающего срочность эмитированного пассива. Использование в качестве балансовой стоимости средневзвешенной по срочности заимствованных средств рыночной цены актива может иметь положительное влияние на устойчивость системы в целом. В условиях экономического роста средневзвешенная рыночная цена актива растет медленнее, чем его текущая цена, что создает эффект замедления роста баланса института и не способствует увели-

чению его кредитного плеча. В условиях экономического спада средневзвешенная стоимость снижается медленнее, что поддерживает баланс института и не оказывает понижающего давления на размер кредитного плеча. Таким образом, институты, привлекающие среднесрочное финансирование, престанут быть уязвимы к кратковременным флуктуациям рыночных цен и возникновению ценовых спиралей. **В основе такого метода оценки балансовой стоимости актива лежит новый подход**, согласно которому активы должны оцениваться по способности держателя их финансировать, а не намерению перепродать эти активы. Справедливой критикой данного подхода может стать тот факт, что финансовые институты в настоящее время не могут приписать *определенные* пассивы в качестве инструмента финансирования *данных* активов – все пассивы в равной степени фондируют все активы баланса, однако это препятствие не кажется непреодолимым с точки зрения регулирования.

Дополнительным инструментом, ограничивающим раздувание баланса финансового института в условиях экономического роста, по нашему мнению, может стать требование к наличию дополнительного капитала, размер которого определяется ликвидностью активов и срочностью их фондирования. Основной целью, преследуемой введением такого требования, должно стать снижение риска фондирования низколиквидных активов за счет привлечения

долгосрочного финансирования и ограничения кредитного плеча финансового института. В настоящее время существуют следующие подходы к реализации такого инструмента:

- введение налога Пигу на финансирование низколиквидных активов, который, по сути, является источником формирования пула запасной ликвидности под эгидой Центрального банка, используемого в условиях кризиса ;

- введение требований к избыточному капиталу финансового института, являющегося функцией несовпадения эффективных сроков погашения активов и пассивов.

Проведенный анализ показал, что эффективный срок погашения актива является минимальным значением из множества, включающего срок погашения долгового обязательства и срока ликвидации актива на рынке без существенного дисконта. Таким образом, активы, принимаемые Банком России в качестве залога при осуществлении ломбардного кредитования, имеют эффективный срок погашения менее одного дня, несмотря на то, что срочность такого актива может быть значительно большей. Например, в случае фондирования такого рода активов на рынке РЕПО – «овернайт», несовпадения по срокам погашения активов и пассивов не существует. В настоящее время имеет место финансирование пятнадцатилетней ипотеки с учётом обеспечения в виде коммерческих бумаг срочностью 5 дней, что формирует



основу для повышения уровня финансовых рисков в связи с несовпадением по срокам погашения обязательств.

Представленные примеры укрепляют наш вывод о необходимости совершенствования регулирования финансовых рын-

ков, что будет способствовать обеспечению безопасного развития мировой экономики.

### Литература

1. Jonathan Macey, «Reducing Systemic Risk: The Role of Money Market Mutual Funds as Substitutes for Federally Insured Bank Deposits,» Yale Law School Legal Scholarship Repository, Faculty Scholarship Series, 2011
2. Enrico Perotti, Javier Suarez, «Liquidity Risk Charges as A Macroprudential Tool»
3. Mark Labonte, «Financial Turmoil: Federal Reserve Policy Responses», CRS Report for Congress, July 15, 2010
4. Markus K. Brunnermeir, «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008,» Journal of Economic Perspectives, vol 23, Number 1, 2009, pp 77-100

### О динамике развития банковского сектора Российской Федерации в сентябре 2013 года

В сентябре активы банковского сектора выросли на 0,9% – главным образом за счет продолжающегося роста кредитного портфеля и средств на счетах в Банке России. Совокупный объем корпоративных и розничных кредитов за сентябрь 2013 года вырос на 1,2%. При этом кредиты нефинансовым организациям увеличились на 1,0%; физическим лицам – на 1,4%. Просроченная задолженность по корпоративному портфелю выросла на 0,4%, а по розничному – на 3,3%. В результате удельный вес просроченной задолженности по корпоративным кредитам сократился с 4,4 до 4,3%, а по розничным – вырос с 4,4 до 4,5%.

В сентябре продолжилось снижение объема средств, размещенных на корреспондентских счетах в кредитных организациях (на 1,9%). Объем средств на депозитах в Банке России вырос на 30,7%; средства на корреспондентских счетах в Банке России также увеличились на 29,1%.

Портфель ценных бумаг банков уменьшился в сентябре на 0,3%. При этом вложения в долговые обязательства снизились на 0,1%, в

учтенные векселя – на 6,0%, а объем долевых ценных бумаг вырос на 1,7%.

Серьезным фактором расширения ресурсной базы кредитных организаций в сентябре стал прирост средств, привлеченных от Банка России (на 11,0%), а также депозитов Минфина России (на 31,5%).

Объем средств клиентов увеличился за месяц на 0,4%. При этом вклады физических лиц изменились незначительно, а объем депозитов юридических лиц<sup>1</sup> снизился на 0,7%. В то же время средства на расчетных и прочих счетах организаций выросли на 3,1%.

В сентябре по производным финансовым инструментам (ПФИ), от которых ожидается получение экономических выгод, отмечалось снижение справедливой стоимости на 4,2%, а по ПФИ, от которых ожидается их уменьшение – на 8,7%.

За 9 месяцев 2013 года российскими кредитными организациями получена прибыль в размере 751,4 млрд рублей, что на 0,2% больше, чем за аналогичный период 2012 года.

<sup>1</sup> Без учета кредитных организаций

## ПЛАТЕЖНЫЕ СИСТЕМЫ КАК ЭЛЕМЕНТЫ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

МЕДВЕДЕВА М.Б., к.э.н., проф., кафедра «МЭ и МФО»,  
 Финансовый университет при Правительстве РФ  
 E-mail: marina-medvedeva123@rambler.ru  
 ГЛАДЫШЕВ Д.А., аспирант, кафедра «МЭ и МФО»,  
 Финансовый университет при Правительстве РФ  
 E-mail: d.a.gladyshev@gmail.com,



Предпосылками финансовой глобализации традиционно считаются:

- новые информационные технологии, связавшие основные финансовые центры и резко снизившие транзакционные издержки финансовых операций и время, необходимое для их совершения;
- изменение условий деятельности финансовых институтов в связи с дерегулированием банковской деятельности;
- появление и развитие новых инструментов финансового рынка, главным образом, на основе механизмов хеджирования и управления рисками.

Начавшийся в 2007 г. ипотечный кризис затем распространился на банковскую систему США и Европы и трансформировался в полномасштабный мировой финансово-экономический кризис. Причем именно финансовая система и финансовые рынки оказались в эпицентре этого кризиса (и в значительной степени спровоцировали его), и не случайно именно о реформировании системы регулирования финансовых рынков шла речь на встречах глав государств и правительств стран Группы 20. Как известно, финансовые рынки играют важную роль в экономическом развитии, распределении ресурсов государства и поддержании финансовой стабильности, потому что они обеспечивают эффективный механизм оценки рисков и доходности инвестиций, а также управления и распределения рисков.

### Роль инфраструктуры в стабильном функционировании финансовой системы

Развитие кризиса и преодоление его последствий резко обострили вопрос о необходимости дальнейшего развития и реформирования финансовой инфраструктуры. **К трем основным элементам финансовой системы принято относить собственно рынки, инфраструктуру и институты.**

По нашему мнению, в настоящее время именно инфраструктура финансовых рынков играет центральную роль в финансовой системе и создает условия для ее стабильного функционирования. Это означает, что проблемы, которые возникают в инфраструктуре финансовых рынков, могут иметь серьезные отрицательные последствия для функционирования финансовой системы и приводить к значительным экономическим издержкам в случае перерастания проблемных явлений в полномасштабный кризис.

Инфраструктура финансового рынка (ИФР) обеспечивает домохозяйствам, предприятиям и государству осуществление платежей безопасным и эффективным образом. Она также обеспечивает надежные и эффективные способы платежа за финансовые инструменты, торговля которыми ведется на финансовых рынках, и поставку таких инструментов. Инфраструктура финансового рынка обеспечивает также клиринг, расчеты и ведение записей в отношении денежных и других финансовых операций, в том числе с ценными бумагами и производными инструментами.

Анализ эволюции термина ИФР показал что, до середины 2000-х годов в международной практике к ИФР относились такие элементы, как кредитные бюро, схемы взыскания по возврату кредитов и системы платежей, расчетов по ценным бумагам, а также системы перевода денежных средств. В настоящее время финансовая инфраструктура все чаще понимается как фундамент финансовой системы, который включает институты, информацию, технологии, правила и стандарты, обеспечивающие финансовое посредничество.

По нашему мнению, ИФР необходимо рассматривать в узком и широком определении. Так, понятие финансовой инфраструктуры в широком смысле включает в себя все учреждения, информацию, технологии, правила и стандарты, которые обеспечивают финансовое посредничество. Все вышеозначенные элементы являются жизненно важными с точки зрения обеспечения расширения доступа к финансовым ресурсам, повышения прозрачности и управления, а также обеспечения финансовой стабильности на мировых финансовых рынках. МВФ использует расширенное определение финансовой инфраструктуры как совокупность институтов, которые обеспечивают эффективную работу финансовых посредников. В инфраструктуру включаются платежные системы, бюро кредитных историй и реестры залога. Помимо перечисленных элементов финансовая инфраструктура также включает соот-

ветствующую правовую базу и механизм регулирования операций финансового сектора.

В узком смысле, применительно к регулированию платежных и расчетных систем, ИФР определяется как многосторонняя система с участием различных институтов, включая оператора платежной системы, клиринга, расчетов или ведения записей по платежам, ценным бумагам, деривативам или другим финансовым операциям.

**С функциональной точки зрения принято различать следующие элементы ИФР:**

- системно значимые платежные и расчетные системы,
- центральные депозитарии ценных бумаг,
- центральные контрагенты,
- системы для расчетов по операциям с ценными бумагами;
- репозитарии для сделок с небиржевыми деривативами.

В отдельных случаях биржи или другие институты, составляющие инфраструктуру рынка, могут выступать владельцами или операторами организаций, которые выполняют централизованный клиринг и расчеты.

**К функциям ИФР относят:**

- установление общих правил и процедур для всех участников, принятие специфических систем управления рисками,
- обеспечение для своих участников централизованного клиринга, проведения расчетов и учета финансовых операций между ними или между инфраструктурой и центральным контрагентом для повышения эффективности и минимизации как затрат, так и рисков.

- более эффективное и действенное управление рисками участников и, в отдельных случаях, устранение некоторых рисков за счет централизации конкретных видов деятельности ИФР;

- повышение прозрачности на конкретных рынках. ИФР имеют также большое значение для центральных банков в части проведения денежно-кредитной политики и поддержания финансовой стабильности.

Как правило, эффективное осуществление денежно-кредитной политики зависит от упорядоченного урегулирования сделок с государственными ценными бумагами и эффективного распределения ликвидности. Например, многие центральные банки, осуществляя денежно-кредитную политику, влияют на краткосрочные процентные ставки вплоть до покупки и продажи определенных финансовых инструментов, таких, как государственные ценные бумаги или иностранная валюта, или посредством выдачи ломбардных кредитов коммерческим банкам. При этом весьма важно, чтобы системы ИФР обеспечивали надежную передачу денежных средств и ценных бумаг между центральным банком, его контрагентами, а также другими участниками финансовой системы таким образом, чтобы эффект от мер монетарной политики сказывался как можно быстрее на состоянии национальной экономики.

Нет сомнения в том, что безопасные и эффективные ИФР содействуют поддержанию и укреплению финансовой ста-

бильности и экономического роста в странах, однако в то же время ИФР концентрируют в себе различные риски. Без адекватной идентификации этих рисков ИФР могут стать источниками финансовых потрясений, таких как нехватка ликвидности, например, или служить одним из основных каналов, через которые эти потрясения распространяются как на внутренние, так и на международные финансовые рынки. При этом стремление к повышению скорости расчетов и платежей нередко оборачивается увеличением скорости распространения рисков. То есть ИФР при ее эффективной организации способна уменьшить риск и повысить эффективность финансовых рынков, но в то же время она может приводить к принятию чрезмерных рисков. Так произошло во время нынешнего мирового финансово-экономического кризиса.

Особое значение придается деятельности одного из элементов ИФР, а именно – **центральных контрагентов**, которые призваны обеспечить контроль за рисками. Реализация этой функции позволяет повысить устойчивость рынка благодаря снижению кредитного риска, а также предотвращению технических сбоев в системах, обслуживающих финансовый сектор. Это, в свою очередь, позволяет ведущим рынкам, точнее, ведущим торговым площадкам оставаться открытыми даже во времена серьезных стрессов. Например, крах Lehman Brothers мог оказать значительно большие разрушительные последствия, если бы клиринговое учреждение

London Clearing House, являющееся центральным контрагентом для большей части сделок с процентными деривативами, не смогло разрешить проблему с дефолтом участника. Кроме того, оказалось, что рынки, которые обслуживались центральными контрагентами, являются более устойчивыми к кризисным явлениям, чем рынки, функционирующие на основе двусторонних расчетов.

### Различные формы инфраструктуры глобальных финансовых рынков

В экономической литературе ИФР трактуется как совокупность, множество инфраструктур (подсистем). В настоящее время в совместных документах Комитета по платежным и расчетным системам (Committee on Payment and Settlement Systems, далее – КПРС) при Банке международных расчетов и Технического комитета Международной организации комиссий по регулированию ценных бумаг (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, далее – IOSCO) используется понятие «инфраструктура финансового рынка» наряду с использованием термина «финансовая инфраструктура».

ИФР могут значительно различаться в плане организации, функций и построения. ИФР может быть юридически организована в различных формах, в том числе, ассоциации финансовых учреждений, небанковских клиринговых корпораций и специа-

лизированных банковских организаций. Владельцем и оператором ИФР может быть центральный банк или частный сектор. В зависимости от организационно-правовой формы ИФР может быть объектом лицензирования и различных схем регулирования в рамках юрисдикции и на международном уровне. Например, банковские и небанковские ИФР регулируются по-разному. Некоторые ИФР проводят расчеты в режиме реального времени, а другие – расчеты с отложенным исполнением. Некоторые ИФР осуществляют расчеты по каждой отдельной операции, в то время как другие ИФР – в пакетном режиме.

Например, в Швеции основными элементами финансовой инфраструктуры являются системы для валовых расчетов для крупных платежей, розничных платежей, центральный депозитарий, два центральных контрагента для операций с ценными бумагами, система расчетов для валютных операций, система SWIFT, а также центральный контрагент для процентных свопов.

Центральный банк Великобритании (Bank of England) выделяет три типа инфраструктур финансового рынка, работу которых он отслеживает:

- признанные (лицензируемые) платежные системы;
- системы расчетов по операциям с ценными бумагами;
- центральные контрагенты.

В частности, в 2012 году через платежные системы, которые находятся в сфере контроля центрального банка Великобритании, прошли платежи на общую сумму 184 трлн фунтов

стерлингов, что более чем в 127 раз превысило ВВП этой страны. К таким платежным системам относятся: Vacs, CHAPS, CLS, CREST, LCH.Clearnet Ltd, Faster Payments Service, ICE Clear Europe.

Ключевым элементом инфраструктуры глобальных финансовых рынков являются системы расчетов по ценным бумагам (SSS), находящимся под влиянием темпов развития финансовых рынков (рост объемов трансграничной торговли финансовыми активами, активизация управления инвесторами своими портфелями ценных бумаг, в том числе с использованием интернет-трейдинга, снижение транзакционных издержек и т.д.).

В период финансовой нестабильности неразвитая финансовая инфраструктура создает значительные ограничения для финансовых организаций в расширении ими предложения финансовых услуг: кредитов, сбережений и платежных услуг, а также не обеспечивает должный охват различных слоев населения, отраслей экономики. Кро-

ме того, такая инфраструктура порождает риски для финансовой системы в целом, поскольку неэффективно работающие платежные и расчетные системы могут стать фактором обострения финансового кризиса.

Надежная работа элементов ИФР позволяет заметно снизить системный риск, в целом повысить устойчивость финансовой системы к новым потенциальным потрясениям. Механизмы работы ИФР призваны минимизировать вероятность распространения проблем, возникающих у одного участника, на других участников. Однако вероятность краха участника системы все равно остается, поэтому важны механизмы для оперативного восстановления работы ИФР в случае реализации рисков, а если восстановление не имеет смысла или невозможно, то должен быть задействован механизм закрытия нежизнеспособных ИФР с четкими полномочиями регуляторов.

\*\*\*

На основании вышеизложенного можно констатиро-

вать, что финансовая инфраструктура имеет для каждой страны «стратегическое и символическое значение». Сегодня нельзя рассматривать платежные системы изолированно, не принимая во внимание важность взаимосвязей между ними (применительно к системно значимым платежным системам – между системами валовых расчетов в режиме реального времени (RTGS) и системами нетто-расчетов) и другими элементами финансовой инфраструктуры (применительно к расчетным механизмам финансовых рынков – системы расчетов по ценным бумагам или системы расчетов по валютным сделкам).

Учитывая значимость ИФР для финансовой стабильности, во всем мире роль центральных банков в достижении надежности и эффективности каждой составляющей ИФР повышается, и прежде всего, в отношении системно значимых платежных систем, к которым относятся и собственно платежные системы центральных банков.

### Литература

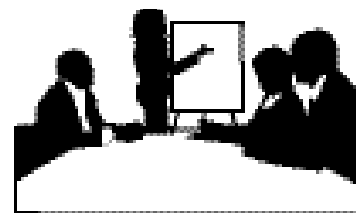
1. Кари Кемпьяйнен. Конкуренция и регулирование в Европейских розничных платежных системах. Платежные и расчетные системы. // Банк России, 2011, выпуск 27
2. Криворучко С.В. Интеграция рынка розничных платежей в Европе (SEPA). //Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. 2008, №3. С. 12-16
3. Криворучко С.В., Тенетник О.С. Тенденции развития розничной платежной инфраструктуры. // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2011. №5. С. 4-8
4. Национальная платежная система России: проблемы и перспективы развития // Н.А. Савинская и др.; Под ред. д-ра экон. наук, проф. Н.А. Савинской, д-ра экон. наук, проф. Г.Н. Белоглазовой.- СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2011
5. Обаева А. С. Национальная платежная система: инфраструктура, инновации, перспективы развития//Деньги и кредит, 2010, № 5. С. 34-41

**Электронный адрес редакции:  
nikainform@mail.ru**

# РОЛЬ КОНВЕРТИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ПОДДЕРЖАНИИ ДОСТАТОЧНОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА БАНКОВ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

ПАШКОВСКАЯ И.В., к.э.н., доц., кафедра Стратегического и банковского менеджмента,  
МФПУ «Синергия», Москва

E-mail: pashkovskay1067@mail.ru



Введение и повсеместное использование новых гибридных финансовых инструментов – конвертируемых облигаций условного капитала в значительной степени было спровоцировано событиями мирового финансового кризиса, когда крупнейшие европейские и американские банки понесли значительные убытки, что привело к снижению достаточности их капитала до рекордно низких значений. В докризисном финансовом мире не было ощущения цикличности развития экономики, поэтому и создавать сложные встроенные механизмы для регулирования деятельности банков считалось излишним. Снижение на пике кризиса значений капитала банков в среднем до 5% показало, что необходимо заблаговременно создавать резервы, направленные на поддержание стабильности банковской системы.

## Конвертируемые облигации как новый контрциклический инструмент

Конвертируемые облигации стали применяться банками еще до пика кризиса, но широкое распространение получили с 2009 г. Этому способствовало и одобрительное отношение к новым гибридным инструментам со стороны надзорных органов большинства развитых стран. В настоящее время долговые ценные бумаги банков являются встроенным механизмом регулирования их собственного капитала по стандартам Базеля III, составляя до 25% от капитала 1 уровня.<sup>1</sup> В условиях кризиса Базельский комитет предложил ужесточить требования к капиталу банков, подняв его значения до 10,5% по капиталу первого и второго уровня, и до 13% по контрциклическому буферному капиталу. Однако напуганные кризисом банковские регуляторы намерены и дальше ужесточать требования по капиталу банков. Так Швейцария предложила ввести более высокие стандарты (до 19% от активов, взвешенных по риску) для двух своих крупнейших банков, их них 9 процентных пунктов предполагается получить за счет размещения конвертируемых облигаций.<sup>2</sup>

Конвертируемые облигации условного капитала (Contingent conversion convertible bond (CoCoCo)) призваны поглощать убытки банков, когда собственный капитал банка-эмитента снижается ниже определенных величин. Крупные институциональные инвесторы пока не проявили должного интереса к этому нововведению, основной спрос на новый финансовый инструмент обеспечили мелкие инвесторы. Поэтому условия выпуска и механизм поглощения убытков определяют степень успешности

<sup>1</sup> Ceyla Pazarbasioglu, Jianping Zhou, Vanessa Le Lesle, Michael Moore/Contingent Capital: Economic Rationale and Desing Features, IMF Staff Discussion Note, January 25, 2011. С.13

<sup>2</sup> Там же, с.17

размещения новых конвертируемых облигаций на финансовом рынке, уровень их конкуренции с другими субординированными долговыми обязательствами.

Частные инвесторы на пике кризиса, как правило, неохотно предоставляют дополнительный капитал тонушим банкам, поэтому надеяться можно только на государственную поддержку. Однако масштабы государственной помощи, оказанной банковскому сектору в условиях последнего финансового кризиса, вызвали всплески недовольства местных налогоплательщиков. Конвертируемые облигации предлагают решать эти проблемы заблаговременно, силами самих банков.

**Конвертируемые облигации** не являются инструментом регулирования банковской ликвидности, их можно рассматривать как **контрциклический инструмент**, действие которого начинается при наступлении определенных экономических условий.

Конвертируемые облигации (КО) призваны обеспечить банкам источник капитала в период кризиса. Для этого они должны обладать определенными характеристиками.

Во-первых, они должны абсорбировать банковские убытки до банкротства или на момент наступления банкротства банка.

Во-вторых, они должны учитывать уровень капитализации банка-эмитента.

В-третьих, они должны учи-

тывать возможные спекулятивные всплески уровня цен на финансовом рынке. КО должны поглощать убытки либо путем увеличения размера собственного капитала банков посредством перевода облигаций в простые акции, либо путем частичного списания убытков в случае банкротства кредитного учреждения. Поэтому триггер, т.е. момент наступления события, может характеризоваться как **автоматический**, т.е. в зависимости от наступления определенной рыночной ситуации, так и быть **дискреционным**, т.е. наступать по решению надзорных органов или суда. В первом случае перевод облигаций в акции наступает, когда величина активов, взвешенных по уровню риска, снижается ниже определенной величины. По усмотрению самого банка эта величина может быть установлена как на уровне 7-8% от капитала первого уровня (Lloyds, RABO), так и на уровне 5% (Credit Suisse, UBS)<sup>3</sup>. В свою очередь, оценка активов по уровню рисков может проводиться как по балансовой, так и по рыночной стоимости. Балансовая стоимость имеет существенные недостатки, так как не способна своевременно реагировать на изменения рыночной конъюнктуры, поэтому при расчете необходимо учитывать степень транспарентности поступающей информации, действующие внутренние модели оценки риска и время наступле-

ния триггера. Оценка по рыночной стоимости может содержать расхождения и несогласованность отражения рыночной информации в финансовой отчетности банков. Рыночная капитализация банка и стоимость его активов подвержены рыночным манипуляциям, что необходимо учитывать в триггере. Например, принимая во внимание тот факт, что КО конвертируются в простые акции, недобросовестные конкуренты могут пойти на снижение рыночной стоимости банковских акций на финансовом рынке. Кроме того, дискреционные триггеры, вызванные решением надзорных органов с целью недопущения банкротства банка, как правило, затягиваются на неопределенное время, что вызывает ответное снижение стоимости акций проблемного банка.

Кроме того, в договоре эмиссии КО должен быть прописан сам механизм конвертации в акции. Механизм конвертации может задавать как границы времени конвертации, так и процедуру списания убытков, дополнительные условия поддержки и регулирования для банков со стороны надзорных органов. Так, в договоре Ситибанка в 2008 г. было предусмотрено, что механизм поглощения убытков не будет запущен, пока государство не предоставит помощь банку путем вливания дополнительного капитала.

**Коэффициент конверсии может учитывать:**

<sup>3</sup> Contingent Conversion Convertible Bond: New avenue to raise bank capital, European Commission, JRC, Via E.Fermi 2749,21027 Ispra (VA), Italy,2012. С. 2

- снижение стоимости акций банка на момент триггера,
- договорные цены на акции (стоимость акций на момент их эмиссии),
- различные сочетания перечисленных условий.

Когда рыночные котировки акций снижаются, вливание дополнительного капитала приводит к существенному разбавлению акционерного капитала, что стимулирует владельцев банка не прибегать к триггеру для решения текущих проблем капитализации банка при проведении высокорисковых операций.

Списания убытков за счет преобразованных в акции КО могут быть как полными, так и частичными. Так Rabobank в марте 2010 г. выпустил облигации, эмиссией которых было установлено, что их владельцы потеряют 75% от их номинальной стоимости при наступлении триггера, то есть в результате банкротства банка собственники получают только 25% вложенных средств.

### Становление и развитие рынка КО

На данный момент рынок КО (CoCo) находится на этапе своего становления. Банки уже эмитировали этих гибридных ценных бумаг на сумму свыше 70 млрд долларов, но емкость данного рынка оценивается некоторыми экспертами в

260 млрд долларов в Соединенных Штатах и в 580 млрд долларов в Европе. Предварительные оценки зарубежных экономистов показывают, что увеличение нормативов достаточности собственного капитала для банков только на 2% вызывают необходимость эмиссии КО на сумму около 300 млрд долларов, а для использования их в качестве буферного капитала в кризисных условиях потребуется выпустить этих бумаг еще на 400 млрд долларов<sup>4</sup>.

Более двух третей выпущенных зарубежными банками КО на настоящий момент являются бессрочными и не имеют установленной даты погашения, по остальным КО установлен срок погашения свыше 10 лет. КО для банков являются относительно дешевыми ценными бумагами по сравнению с другими долговыми инструментами. Основными эмитентами этих гибридных ценных бумаг выступали европейские банки – свыше 80%, в том числе британские банки эмитировали КО на 21 млрд, а швейцарские – на 15 млрд долларов<sup>5</sup>.

Успешность проведения эмиссии гибридных ценных бумаг во многом определяется и местными условиями налогообложения банков. В том случае, когда налоговые ведомства рассматривают их как часть обязательств, банки освобождаются от уплаты налогов по таким инструментам.

**В настоящее время инвесто-**

**ров, размещающих свои деньги в КО, можно условно разделить на три основные группы.**

Основную часть спроса обеспечивают розничные инвесторы и частные банки из Азии и Европы. Их привлекает стабильный и относительно высокий доход, который выплачивается по этим ценным бумагам.

Вторую группу составляют институциональные инвесторы, которые пытаются диверсифицировать свой инвестиционный портфель, однако доля этих бумаг в их совокупном портфеле пока относительно невысока.

Третью группу инвесторов составляют европейские небанковские финансовые институты, однако их спрос сдерживается неопределенностью участия надзорных органов в решении банковских проблем при наступлении триггера. Регуляторы стремятся навязать банкам КО, обладающие способностью абсорбировать наибольшие убытки в условиях их банкротства (высокотриггерные). Потенциальных инвесторов волнует уровень потерь, которые они понесут при списании убытков банков в случае банкротства, поэтому они активнее приобретают КО с меньшими способностями поглощать банковские убытки (низкотриггерные).

На настоящий момент частные и розничные инвесторы приобрели около 52% КО, компании по управлению активами – 27%, хедж-фонды – око-

4 Ceyla Pazarbasioglu, Jianping Zhou, Vanessa Le Lesle, Michael Moore/Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features, IMF Staff Discussion Note, January 25, 2011. С. 15

5 Stefan Avdjiev, Anastasia Kartasheva, Bilyana Bogdanova/ CoCos: a primer, BIS Quarterly Review, September 2013



ло 9%, страховые компании – около 3% этих ценных бумаг<sup>6</sup>.

Серьезной проблемой при размещении данных ценных бумаг является полное отсутствие их кредитных рейтингов. Многим институциональным инвесторам запрещено вкладывать свои средства в ценные бумаги без рейтинга. Рейтинговые агентства в условиях текущего финансового кризиса предпочитают не иметь дела с CoCo. Во-первых, не существует единой методологии для эмиссии этих ценных бумаг. Во-вторых, некоторые высокотриггерные КО могут существенно нарушить сложившуюся иерархию инвесторов. В-третьих, дискреционные триггеры предполагают значительный уровень неопределенности при проведении конвертации КО, что значительно усложняет рейтингование этих ценных бумаг. Оценить рейтинг КО в сравнении с акциями их банков-эмитентов не представляется возможным, поскольку существенно диверсифицированы условия эмиссии для различных типов таких бумаг у одного банка (высокотриггерные и низкотриггерные КО). Некоторые крупные рейтинго-

вые агентства S&P и Fitch пытаются присвоить рейтинг, основываясь на кредитном рейтинге самого эмитента, но устанавливая его не выше BBB+. По тем КО, для которых был проведен рейтинг, он всегда на несколько ступеней ниже рейтинга других субординированных ценных бумаг того же эмитента.

Доходность КО в среднем на 2-5% выше, чем по другим бумагам субординированного долга, но существенно отличается в зависимости от условий триггера. Однако зачастую акционеры специально выпускают преимущественно высокотриггерные КО, так как менее триггерные облигации могут снизить их влияние в капитале банка, а условия наступления триггера не обязательно должны быть фатальными для банка. Но доходность высокотриггерных КО обычно значительно выше, чем низкотриггерных, поэтому большие расходы на купонные выплаты могут составлять для банка определенные проблемы. Разница в доходах по низкотриггерным и высокотриггерным КО составляет в Европе в среднем 1,5%.

На вторичном рынке высо-

котриггерные КО имеют степень корреляции, близкую к ценам на акции, в то время как низкотриггерные конвертируемые облигации коррелируются с другими долговыми ценными бумагами.

В условиях России изучение зарубежного опыта эмиссии конвертируемых облигаций условного капитала представляет определенный интерес, учитывая необходимость соблюдения российскими банками с 1 января 2015 г. новых стандартов Базеля III. Однако условия эмиссии новых гибридных ценных бумаг в России, вероятно, должны быть скорее дискреционными, чем чисто рыночными. Для более успешного проведения эмиссии таких бумаг нужны определенные гарантии, которые могут предоставить как надзорные органы – Банк России и Минфин, так и Агентство по страхованию вкладов. Кроме того, разрешение на эмиссию таких гибридных ценных бумаг необходимо предоставлять только надежным российским банкам, а купонные доходы по подобным ценным бумагам должны коррелироваться с доходностью банковских акций.

### Литература

1. Benjamin H Cohen, How have banks adjusted to higher capital requirements?/ BIS Quarterly Review, September 2013
2. Ceyla Pazarbasioglu, Jianping Zhou, Vanessa Le Lesle, Michael Moore/Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features, IMF Staff Discussion Note, January 25, 2011. С. 13
3. Contingent Conversion Convertible Bond: New avenue to raise bank capital, European Commission, JRC, Via E.Fermini 2749, 21027 Ispra (VA), Italy, 2012. С. 2
4. Stefan Avdjiev, Anastasia Kartasheva, Bilyana Bogdanova/ CoCos: a primer / BIS Quarterly Review, September 2013
5. Incentive effects of contingent capital, KPMG International Cooperative («KPMG International»), 2013

<sup>6</sup> Stefan Avdjiev, Anastasia Kartasheva, Bilyana Bogdanova/ CoCos: a primer, BIS Quarterly Review, September 2013. С. 50

## ОСОБЕННОСТИ ТОРГОВЛИ УГЛЕРОДНЫМИ ЕДИНИЦАМИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

РУБЦОВ Б.Б., д.э.н., проф., зав. кафедрой «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»,  
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва,  
ведущий научный сотрудник ИМЭМО РАН, Москва

E-mail: sdfa56@mail.ru

ЛУКАШЕНКО И.В., зав. Международной финансовой лабораторией,  
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва

E-mail: IVLukashenko@fa.ru



Пока идут споры о том, насколько целесообразно проведение политики сокращения углеродных выбросов и насколько необходимо развивать такой инструмент, как углеродная единица промышленных (антропогенных) выбросов в России, в мире продолжают функционировать системы торговли выбросами (СТВ) или Emissions Trading Systems (ETS).

Углеродная единица физически – это 1 тонна промышленных выбросов углекислого газа<sup>1</sup>. Для финансистов интерес представляет не физическая, а «экономическая» углеродная единица: 1 тонна сокращений выбросов CO<sub>2</sub>. Существуют несколько категорий углеродных единиц в зависимости от страны происхождения, механизма сокращения выбросов, системы торговли ими, периода действия соглашений, и т.д. [1]. В таблице 1 дана их классификация по механизмам сокращения.

Таблица 1

Виды углеродных единиц (ue)

Разновидность ue	Обозначение	Русское название	Английское название
Квота на выброс (Allowance)	Единица предписанного предприятию/ стране количества допустимых выбросов за отчетный период	Единица назначенного количества	Assigned Amount Unit (AAU)
Углеродный взаимозачет или кредит (offset/credit)	Единица проектного сокращения выбросов в механизме Совместного осуществления	Единица сокращения выбросов	Emission reduction unit (ERU).
	Единица проектного сокращения выбросов в механизме Чистого развития	Единица сертифицированного сокращения выбросов	Unit of Certified emission reduction (CER)
	Единица сокращения выбросов в результате улавливания и хранения либо поглощения	Единица абсорбции	Removal unit (RMU)

<sup>1</sup> Или его эквивалентов из таблицы парниковых газов

Мировое сообщество заинтересовано в развитии энергоэффективности: одни страны по причине преодоления технологической отсталости, другие по причине недостатка энергетических ресурсов. Сокращение углеродных выбросов можно рассматривать как один из путей достижения экономичного и продуктивного хозяйствования. Если выбросы инвентаризировать, а потом придерживаться определенного нормирования и системы штрафов за их избыточность, то возникает система спроса–предложения. А значит, основа для торговли, рынка. Отрицательные стороны инвентаризации выбросов в этой статье не рассматриваются.

Таблица 2

Способы сокращения выбросов CO<sub>2</sub>

Способы уменьшения выбросов углекислого газа				
Уменьшение электропотребления	Улучшение качества энергетического сырья	Увеличение КПД энерготоплива или энергогенераторов	Система природного поглощения выбросов	Система улавливания, хранения выбросов и их промышленной переработки

Кроме широко обсуждаемой роли в деле адаптации к изменениям климата, углеродная единица интересна как индикатор энергоэффективности, что делает ее полезной предприятиям многих отраслей промышленности, торговли, транспорта, коммунального хозяйства и т.д.

Обзор существующих рынков и объединений

В мире существует лишь одна международная – европейская, работающая с 2005 года, обязательная система торговли выбросами – European Union Emissions Trading Systems (EU ETS). В нее входят 28 стран Евросоюза плюс Лихтенштейн, Норвегия и Исландия. Несмотря на определенные трудности, сопровождающие организацию и становление системы [2, с. 22, 27, 30], она функционирует и совершенствует свою структуру. В Европейской системе торговли торгуется 45% из 4,808 MtCO<sub>2</sub>e<sup>2</sup> выбросов, входящих в нее стран [3, раздел ETS SIZE].

Причем с развитием самой торговой системы растет и число отраслей и предприятий – участников. Так **в первом периоде работы EU ETS (2005–2007 гг.)** речь шла о производителях электрической и тепловой энергии (производственной мощности не менее 20 МВт), нефтеперерабатывающих заводах, черной металлургии, производстве цемента, стекла, извести, кирпича, керамики, целлюлозно-бумажной промышленности. **Второй период (2008–2012 гг.)** прибавил коммерческую авиацию Евросоюза (авиапредприятия с расходом топлива не менее 10 000 т CO<sub>2</sub> в год). **Третий период (2013–2020 гг.)** планирует охватить предприятия цветной металлургии, ряд химических производств.

Всего в работу EU ETS вовлечены 12 000 электро/теплостанций и промышленных предприятий, торгующих распределенными квотами и полученными кредитами.

Несмотря на признание 6 парниковых газов, до 2013 года европейская торговля велась только по квотам CO<sub>2</sub>. Лишь Нидерланды в одностороннем порядке, учитывая местную специфику промышленных выбросов, ввели во второй фазе (2008–2012 гг.) торговлю закисью азота (N<sub>2</sub>O). Планы на фазу III распространяются на включение N<sub>2</sub>O и перфторуглеродов (ПФУ).

<sup>2</sup> MtCO<sub>2</sub>e – мегатонн углекислого газа и эквивалентов: 5 других парниковых газов, N<sub>2</sub>O, CH<sub>4</sub>, HFCx, PFCx, SF<sub>6</sub>

Периоды соответствия, по которым выделяются квоты, совпадают с фазами или периодами развития EU ETS. Исходя из общей для целой фазы нормы распределения квот, рассчитывается годовое распределение. Отчетный период составляет 1 год: с мая по апрель.

Прошедшие предварительную инвентаризацию по количеству выбросов CO<sub>2</sub> предприятия Евросоюза получают разрешения на соответствующее количество выбросов. Документальное подтверждение – сертификат на выбросы, зависит от конкретной страны. Характер распределения изменяется с течением времени. Это отражено в таблице 3.

Таблица 3

**Распределение квот в Евросоюзе**

Период	Характер распределения
Фаза I (2005–2007)	Практически бесплатное распределение квот. 8 стран пользовались рассчитанными и введенными нормами выбросов при расчетах необходимых квот. 4 страны использовали аукционы для ограниченного числа предприятий энергетической сферы. 9 стран-участниц размещали через аукционы остатки квот из Резервного фонда для новых членов Евросоюза
Фаза II (2008–2012)	Расширение введения норм при расчетах необходимого количества квот на выбросы при бесплатном распределении, аукционная торговля в 8 странах Евросоюза
Фаза III (2013–2020)	Полное аукционирование квот для предприятий энергетического сектора. Бесплатное размещение строго по нормам выбросов для каждой отрасли. Сокращение бесплатного квотирования с 80% в 2013 году до 30% к 2020 году [4, статья 10а (11)]

Изменения в планах Еврокомиссии, касающиеся Фазы III, могут быть вызваны неопределенностью по отношению к предприятиям, чье производство может быть перенесено на территории с более слабыми экологическими законодательными нормами (Предприятия так называемой группы утечки или Leakage group).

Что касается торговли авиационными квотами, то предполагается, что на протяжении Фазы III (2013–2020) 15% квот будут распределяться через аукцион, 82% квот будет выделено бесплатно на основе норм по отрасли, 3% составят специальный резерв для роста авиакомпаний.

Неограниченное банкирование<sup>3</sup> выделяемых квот разрешено с 2008 года. Оно действует для следующих видов углеродных единиц: квот Евросоюза, кредитов механизмов Совместного осуществления и Чистого развития. Единицы адсорбции не могут переноситься из одной фазы в другую. Заимствования не допускаются.

Развиты спотовый и срочный рынки. Растет число внебиржевых сделок. Чтобы избежать спекулятивного пузыря и решить проблемы учета, в EU ETS была модернизирована структура реестров.

В отношении углеродных единиц, полученных в результате проектов по механизмам гибкости или

<sup>3</sup> Банкирование: перенос выделенных и неиспользованных квот из одного периода действия обязательств к следующему. Банкирование между фазой I и фазой II в схеме ЕС ETS не допускается, оно может быть между фазой II и последующими этапами. Действуют определенные качественные и количественные ограничения. EUA переносятся без ограничений, в то время как взаимозачеты или кредиты могут быть перенесены до 2,5% от установленного количества в соответствии с Киотским протоколом [2]

Кредитам, в Европейской системе выбросов существуют определенные ограничения, приведенные в таблице 4.

Таблица 4

**Ограничения, налагаемые на использование кредитов Механизмов Чистого развития и совместного осуществления**

Период	Ограничения использования
Фаза I (2005–2007)	Неограниченное использование кредитов
Фаза II (2008–2012)	<p><b>Качественные ограничения:</b>                      большинство категорий кредитов запрещены (ограничения разнятся для разных государств-членов ЕС), кредиты от проектов по землепользованию и лесоразведению, ядерной энергетике не допускаются к торгам, строгие требования по квотам, полученным в результате крупных гидроэнергетических проектов.</p> <p><b>Количественные ограничения:</b>                      Законодательством ЕС ETS предусмотрено использование кредитов до 50% от общих обязательств по сокращениям выбросов ниже уровня 2005 года (около 1,7 миллиарда тонн CO<sub>2</sub>) [4, статья 11а (8)]                      Допускается банкирование неиспользованных кредитов в определенной доле от выделенных квот, различной для разных стран Евросоюза</p>
С начала фазы III (01.01.2013)	Кредиты от проектов Механизма Чистого развития только наименее развитых стран. Еврокомиссией вносится предложение, в соответствии с которым предприятие может выбирать: импортировать ли кредиты до количественного предела, установленного в национальном плане размещения или предпочесть 11% бесплатных квот

Главным контролирующим органом EU ETS является Еврокомиссия и соответствующие ей организации в каждой из стран Евросоюза. Документами, регулирующими деятельность системы, являются директивы:

- «О рынках финансовых инструментов» – Market and Financial Instruments Directive (MiFID);
- «О злоупотреблениях на рынках» – Market Abuse Directive (MAD);
- Директива системы торговли выбросами Евросоюза – EU ETS Directive.

Для каждого предприятия, входящего в систему, требуется годовая отчетность. Она предоставляется на основе электронных шаблонов, разработанных Еврокомиссией. Отчетность проверяется независимыми аккредитованными аудиторами до 31 марта (согласно схеме: контроль – отчетность – подтверждение или Monitoring, Reporting, Verification, MRV).

За превышение количества допустимых выбросов предприятия, входящие в Европейскую систему торговли выбросами, штрафуются:

Фаза II (2008–2012): 40 евро за каждую тонну превышения,

Фаза III (2013–2020): 100€/tCO<sub>2</sub>e.

Естественно, что в своей деятельности ETS Европы защищает, прежде всего, интересы своих членов. Примером этого может служить соглашение со стартовой Австралийской схемой торговли вы-

бросами. Двусторонняя связь начнет функционировать с 01.07.2018, но с 01.05.2015 австралийскому бизнесу будет позволено использовать европейские квоты для исполнения своих обязательств по сокращению выбросов.

Существуют еще несколько юридически обязывающих схем торговли выбросами, но они либо не достигают национального масштаба, либо торговля находится в пилотной фазе развития: носит периодический аукционный характер (залпами) или ограничивается двусторонними сделками. В любом случае объем сделок и существующая инфраструктура торговли серьезно уступают EU ETS.

В таблицах 5 и 6 [3, раздел Members] приведены примеры наиболее интересных, с точки зрения инфраструктуры, СТВ. Помимо них из существующих систем торговли выбросами стоят упоминания Региональная инициатива по парниковым газам – Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) в США, объединяющая штаты Коннектикут, Делавэр, Мэн, Мэриленд, Массачусетс, Нью-Гемпшир, Нью-Йорк, Род-Айленд, Вермонт, Швейцарская СТВ. Вводимые и разрабатываемые СТВ выходят за рамки нашего исследования.

### **Россия и углеродный рынок**

С октября 2007 года действует Международное партнерство по углеродной деятельности – International Carbon Action Partnership (ICAP). Хотя Россия и не входит в него, но тоже не стоит в стороне от процесса и развивает рынок двусторонних углеродных сделок. Приостановление участия нашей страны во второй фазе Киотских соглашений вызвано не отказом от углеродного рынка в целом, а прагматичным ожиданием подписания в 2015 году полномасштабных международных соглашений об обязательствах по сокращению выбросов. Подобная тактика нашей страны оправдана, учитывая отказ ведущих игроков углеродного рынка: Китая, США, Индии, Канады от выполнения международных количественных обязательств по Киотскому протоколу. Для России важно соблюсти баланс между собственными интересами и интеграцией в международную деятельность по торговле выбросами. Особенно при протекционизме европейского блока, относящемся к ограничениям количества торгуемых кредитов Механизма совместного осуществления.

Инерция и медлительность в развитии рыночных углеродных механизмов так же не оправдана, как и торопливое стремление поучаствовать в неопробованных внутри страны международных, юридически обязывающих схемах сокращения углеродных выбросов. Первой крайности можно избежать, введя учет новых видов риска – по энергоэффективности и экологическому вреду (выбросам) в определении цены акций компаний выбранных отраслей (энергетического, топливно-добывающего комплекса, металлургии, цементной, целлюлозно-бумажной промышленности). Обход второй крайности достигается четким пониманием того, что продажа избытка разрешенных выбросов в сочетании с низкой технологической базой предприятия является угрозой его потенциалу развития.

Нужна методичная работа по развитию углеродных механизмов и собственной инфраструктуры торговли углеродными единицами. Следует воспользоваться опытом США и Китая и ввести СТВ в отдельно взятых регионах страны. Урал, Западная Сибирь с подземными емкостями для хранилищ CO<sub>2</sub>, остающимися после нефте- и газоразработок, значительными лесными массивами, металлургической промышленностью, многочисленными ТЭЦ, работающими на угле, имеют наиболее подходящий углеродный потенциал. Необходима апробация механизма торговли углеродными единицами внутри страны перед выходом на международный рынок, учитывая субсидиарную ответственность государства по углеродным сделкам [5, статья 6. 3].<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Россия уже имеет отрицательный опыт – арбитражные суды разных инстанций по сделке с участием CAMCO Inc., Галополимера и СистемСервиса

Таблица 5

Особенности инфраструктуры существующих СТВ

Система торговли выбросами	Кол-во предприятий /Процент выбросов	Мониторинг/ отчетность/ Подтверждение	Надзорные органы	Нормативные документы	Штрафы за превышение
Калифорнийская западная климатическая инициатива - Western Climate Initiative (WCI)	350 / 36%	Ежегодно – для секторов с 25 000 МтСО <sub>2</sub> е и выше	Калифорнийское агентство по защите окружающей среды – California Environmental Protection Agency (CAL EPA), совет по воздушным ресурсам – Air Resources Board (ARB)	Законопроект Ассамблеи №32 (по глобальному потеплению) – Assembly Bill 32: Global Warming Solutions Act	Штраф или заключение
Австралийский механизм углеродного ценообразования –Australia's Carbon Pricing Mechanism (AUS CPM)	376/60%	Ежегодно – для секторов с 25 000 МтСО <sub>2</sub> е и выше к 31 октября. Публикуется к 28.02. следующего года. Отчетный период: с 1 июля по 30 июня	Регулятор чистой энергии – The Clean Energy Regulator (CER), Орган по изменению климата – Climate Change Authority	Директивы Регулятора чистой энергии (CER), Национальный закон об отчетности по парниковым газам и энергии – National Greenhouse and Energy Reporting Act 2007 (NGER)	Штраф от 11 000 до 220 000 AUD за день превышения
Токийская программа ограничений и торговли – Tokyo Cap-and-Trade Program	1 348 / 18%	Ежегодная отчетность. Проверка исключительно внешними агентствами	Бюро по охране окружающей среды мегаполиса Токио – TMG Bureau of Environment	Официальные документы программы верхнего предела выбросов и торговли. В частности, Руководство по наблюдению и отчетности – TMG Monitoring/Reporting Guidelines	За первое нарушение уменьшается количество квот на выбросы. Повторное нарушение приводит к огласке нарушения и штрафу до 500 000 JPY (4,750€)

Система торговли выбросами	Кол-во предприятий /Процент выбросов	Мониторинг/ отчетность/ Подтверждение	Надзорные органы	Нормативные документы	Штрафы за превышение
Шеньженьская торговая система выбросов Shenzhen pilot Emission Trading System (ETS)	635/38%	Внешняя система проверки	Китайская национальная комиссия по реформам развития China National Development Reform Commission (NDRC), Shenzhen DRC	Акт о Шеньженьской торговой системе выбросов - Shenzhen ETS bill	Штраф в трехкратную рыночную цену за каждую лишнюю квоту
Казахстанская схема торговли выбросами Kazakhstan Emissions Trading Scheme (KAZ ETS)	178 / 77%	Ежегодная отчетность с 2014 года, к 1 апреля	Министерство защиты окружающей среды	Подзаконные акты KAZ ETS	Штраф в 90€ за углеродную единицу

Таблица 6

Периоды, квоты, кредиты, банкирование в различных СТВ

Система торговли выбросами	Периоды ответственности	Размещение квот на выбросы	Виды Кредитов и взаимозачетов	Банкирование квот и кредитов
Калифорнийская западная климатическая инициатива – Western Climate Initiative (WCI)	1-й период: (2013-2014)	В 1-м периоде 10% квот распределяются на аукционах, остальные бесплатно	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Управление лесами;</li> <li>– Биометан (животноводство);</li> <li>– Озоноразрушение;</li> <li>– Городское озеленение (в стадии согласования);</li> <li>– Выращивание риса;</li> <li>– Шахтный метан</li> </ul>	Разрешено
	2-й период: (2015-2017)	Во 2-м периоде процент аукционирования будет возрастать		



Система торговли выбросами	Периоды соответствия	Размещение квот на выбросы	Виды Кредитов и взаимозачетов	Банкирование квот и кредитов
<p>Австралийский механизм углеродного ценообразования – Australia's Carbon Pricing Mechanism (AUS CPM)</p>	<p>1-й период: (01.07.2012–30.06.2015)</p>	<p>Аукционы системы торговли квотами начинают работать с 2013/2014 гг. Период фиксированной цены торговли квотами. Бесплатно распространяемые квоты могут торговаться внутри страны</p>	<p>– в 1- периоде кредиты, полученные в рамках австралийского механизма Углеродной инициативы по Сельскому хозяйству – Carbon Farming Initiative (CFI) могут покрыть до 5% обязательств предприятия;</p> <p>– международные кредиты не допускаются;</p> <p>Во 2-м периоде:</p> <p>– «Домашние» кредиты позволяют ком-пенсировать 100% обязательств;</p> <p>– международные (только определенного юридического статуса) кредиты могут покрыть до 50% обязательств по выбросам</p>	<p>Разрешено банкирование и заем (до 5% квот со следующего года) со второго периода</p>
<p>Токийская программа ограничений и торговли Tokyo Cap-and-Trade Program (TMG ETP)</p>	<p>1-й период: 2010-2015 годы; 2015 –год урегулирования обязательств</p>	<p>В Токио единственная торговая система, регулирующая выбросы от потребления электричества и тепла зданиями.</p> <p>Владельцы объектов, не выполняющие углеродные обязательства к концу периода ответственности покупают их в год урегулирования для выполнения обязательств</p>	<p>Качественное и количественное ограничение в использовании кредитов.</p> <p>– Кредиты малого и среднего бизнеса с 2010 г. без ограничений;</p> <p>– Кредиты крупных предприятий вне токийского мегаполиса с 2015 года, покрывающих 1/3 обязательств по сокращению;</p> <p>– Кредиты предприятий возобновляемой энергетики без ограничений;</p> <p>– Определенные кредиты провинции Сaitama (Saitama) с 2011 г. без ограничений.</p>	<p>Разрешено</p>
<p>2-й период: 2015-2020 годы; 2020 – год урегулирования обязательств</p>	<p>Цены не контролируются</p>			

Система торговли выбросами	Периоды соответствия	Размещение квот на выбросы	Виды Кредитов и взаимозачетов	Банкирование квот и кредитов
Шеньдженская торговая система выбросов Shenzhen pilot system	1-й период: 2013–2015	В 1-м периоде (12-я пятилетка): бесплатное распределение квот. В ETS входят 5 провинций и 5 городов (Гуандон, Хубей, Пекин, Шанхай, Тайнин, Чанкин, Шеньджен)	Возможны зачеты кредитов от возобновляемой энергетики	-
	2-й период: 2016–2020.	Далее рост аукционных квот, доведение до полного аукционирования квот. Включение других провинций в схему		
Казахстанская схема торговли выбросами Kazakhstan Emissions Trading Scheme (KAZ ETS)	1-й период: 2013	В 1-м периоде распределение квот бесплатно	Система кредитов и взаимозачетов разрабатывается	Банкирование в первом периоде не разрешено
	2-й период: (2014–2020)	С 2016 года вводится аукционирование		

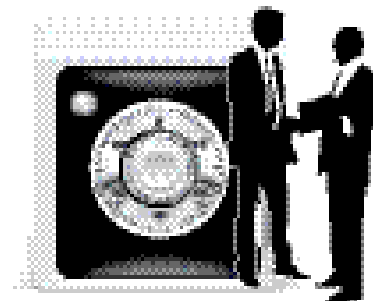
**Литература**

1. Словарь климатических терминов. – 2013, United Nations Framework Convention on Climate Change URL: <http://unfccc.int/2860.php>
2. Kossov A., Guigon P. «The State and Trends of the Carbon Market 2012». World Bank report. Washington –May 2012, 128 p.
3. International Carbon Action Partnership (ICAP) URL: [www.icapcarbonaction.com](http://www.icapcarbonaction.com)
4. Directive 2009/29/EC Of The European Parliament And Of The Council URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:140:0063:0087:EN:PDF>
5. Киотский протокол URL: <http://unfccc.int/resource/docs/convkp/kprus.pdf>

## ОСОБЕННОСТИ И ПРОБЛЕМЫ СТАНОВЛЕНИЯ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ

**АФАНАСЬЕВА О.Н., к.э.н., доц.,** кафедры «Денежно-кредитные отношения и монетарная политика», Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва

E-mail: o.afanasyeva@me.com



**Венчурное финансирование представляет собой долгосрочное высокорисковое вложение средств в обмен на долю в незарегистрированной на бирже компании, находящейся на ранней стадии жизненного цикла, обладающей значительным экономическим и социальным потенциалом и ориентированной на разработку и производство наукоемких инновационных продуктов и услуг; при этом основной задачей инвестора определено развитие и расширение деятельности профинансированной компании путем активного участия в ее управлении с целью получения высокой прибыли за счет прироста стоимости капитала при продаже доли в компании.**

### Основные формы венчурного финансирования

**Венчурный капитал** предоставляется формальным и неформальным секторами.

В формальном секторе преобладают фирмы или фонды венчурного капитала, объединяющие ресурсы ряда инвесторов: международных фондов, частных и государственных пенсионных фондов, благотворительных фондов, корпораций, страховых компаний, частных лиц и самих венчурных капиталистов. Фонды венчурного капитала инвестируют привлеченные средства в новые фирмы, которые могут принести высокий доход в течение 5-7 лет. Кроме фондов венчурного капитала участниками формального сектора являются специальные подразделения или дочерние предприятия коммерческих банков или нефинансовых промышленных корпораций, а также ведомства, реализующие государственные инвестиционные программы.

Неформальный сектор венчурного капитала – это так называемые «бизнес-ангелы», как правило, профессионалы с опытом работы в бизнесе: предприниматели, топ-менеджеры и высокооплачиваемые специалисты (бухгалтеры, консультанты, юристы и т.д.). У них могут быть значительные финансовые накопления, полученные благодаря их собственному труду.

Формальный и неформальный секторы взаимодополняют друг друга.

#### Формы венчурного финансирования

- приобретение обыкновенных акций с правом голоса, дающих право на дивиденды после покрытия всех других обязательств компании;
- приобретение привилегированных акций без права голоса, но обладающих приоритетным правом на дивиденды и погашение;
- предоставление ссуды, конвертируемой в акции по прошествии определенного времени.

#### Особенности венчурного финансирования:

1. Необходимые средства могут предоставляться под перспективную идею без гарантированного обеспечения имеющимся имуществом, сбережениями или прочими активами предпринимателя.

Залогом служит оговариваемая доля акций существующей или только создающейся фирмы.

2. Венчурное финансирование связано с паевыми вложениями в акции, то есть с риском и биржевой игрой.

3. Венчурный капиталист вкладывает свои средства не непосредственно в компанию, а в ее акционерный капитал, другую часть которого составляет интеллектуальная собственность основателей новой компании.

4. Инвестиции осуществляются в компании, акции которых еще не котируются на фондовой бирже.

5. Венчурный капитал направляется в малые высокотехнологические компании, ориентированные на разработку и выпуск новой наукоемкой продукции.

6. Венчурный капитал предоставляется новым высокотехнологическим компаниям на средний и длительный срок и не может быть изъят венчурным капиталистом по собственному желанию до завершения жизненного цикла компании.

7. Венчурное финансирование предоставляется преимущественно компаниям с потенциальной возможностью роста, а не компаниям, уже приносящим высокую прибыль.

8. Венчурный капитал направляется на поддержание нетрадиционных (новых, а иногда и совершенно оригинальных) компаний, что, с одной стороны, повышает риск, а, с другой – увеличивает вероятность получения сверхвысоких прибылей.

9. Вложение венчурного капитала именно в эксклюзивные ма-

лые высокотехнологические компании продиктовано стремлением не только получить более высокие, по сравнению с инвестициями в другие проекты, доходы, но и желанием создать новые рынки сбыта, заняв на них господствующее положение.

10. Венчурные инвестиции предоставляются не навсегда, а лишь на определенное время.

11. Венчурное финансирование – это своеобразный заем новым компаниям, долгосрочный кредит без получения гарантий, но под более высокий, чем в банках, процент.

12. Венчурный капиталист, направляя инвестицию в новую малую компанию, должен заранее решить, каким образом он собирается реализовать свое право на получение прибыли. Иными словами, определить, как будет в конце жизненного цикла профинансированной компании (через 5-7 лет) выходить из инвестиции.

13. По мере развития компании увеличиваются ее активы и ликвидность как за счет появления спроса на некоотирующиеся акции, так и в связи с возникающей конкуренцией между желающими приобрести новый прибыльный бизнес.

14. Успешность развития профинансированной малой компании определяется ростом цены на ее акции, реальностью прибыльной продажи компании или ее части, а также возможностью регистрации компании на фондовой бирже с последующей прибыльной куплей-продажей акций на фондовом рынке.

15. Взаимный интерес основателей компании и инвесто-

ров в успешном и динамичном развитии нового бизнеса связан не только с вероятностью получения высоких доходов, но и с возможностью стать участником создания новой прогрессивной технологии, стимулирующей научно-технический прогресс страны.

16. Роль инвестора в успешном развитии новой компании не ограничивается лишь своевременным предоставлением венчурного капитала, а включает одновременно инвестирование своего опыта в бизнесе и деловых связей, способствующих расширению деятельности компании, появлению новых контактов, партнеров и рынков сбыта.

### **Различия венчурного финансирования и банковского кредита**

- Большинство банковских кредитов предоставляются на основе залога имеющихся активов, в то время как венчурные капиталисты получают на первом этапе акции и возможность участия в новом, еще никому не известном проекте.

- Отсутствует необходимость постоянных выплат по процентам.

- Банковские структуры редко идут на выдачу кредитов на длительный срок.

- Доход банка состоит в получении процентов по ссуде, а венчурный капиталист будет получать часть прибыли все то время, пока будет существовать компания.

- При невыплате по кредитному договору банки впра-

ве применять к кредитору самые разные санкции, вплоть до признания его банкротом с последующей реализацией всех основных активов. При венчурном финансировании инвестор и компания становятся деловыми партнерами, которые решают проблемы производства совместно.

- Банкиры редко идут на финансирование рискованных проектов, тогда как частный капитал, рассчитывая на сверхприбыль, становится наиболее восприимчивым к такого вида вложениям.

#### **Преимущества венчурного финансирования:**

- предоставляется высокотехнологичным компаниям на ранних стадиях реализации инновационного проекта, когда прочие виды финансирования недоступны;

- предоставляется не только капитал, но и управленческие умения, необходимые для организации фирмы и эффективно управления ею;

- отсутствие необходимости регулярных выплат дивидендов не оказывает отрицательного влияния на денежный поток;

- крайняя заинтересованность венчурного инвестора в росте стоимости бизнеса, постоянный поиск новых возможностей роста;

- инвестированный в высокотехнологичные компании венчурный капитал дает возможность получить высокий прирост.

#### **Недостатки венчурного финансирования:**

- частичная потеря предпринимателем независимости, не исключается возможность утраты

контроля над управлением компанией на этапах ее зрелости;

- некоторые венчурные инвесторы предъявляют компаниям довольно жесткие требования по динамике развития, квалификации персонала и руководства, по преодолению застойных явлений;

- венчурные фонды с иностранным капиталом часто создаются для реализации политических целей сторонних государств в национальной экономике.

### **Особенности венчурного финансирования в России**

В России основными участниками венчурного финансирования являются крупные компании, специализированные фонды, частные инвесторы («бизнес-ангелы») и государство. Венчурные фонды создаются с участием крупных банковских структур и предприятий. Несмотря на то, что «бизнес-ангелы» стараются не афишировать свою деятельность, по официальным данным, таких инвесторов в России уже больше тысячи.

**Можно говорить о двух основных особенностях российского венчурного финансирования, обусловленных историей его возникновения.**

**Во-первых, это преобладание иностранного капитала.** Если в развитых странах основные инвесторы венчурных фондов — национальные институты (банки, пенсионные фонды и страховые компании), то в нашей стране главными венчурными инвесторами выступают

иностранные государственные и частные организации. В результате напряженной работы государства и бизнеса, в основу которой легла лучшая практика США, Израиля и Финляндии, в России появился набор механизмов и инструментов, которые, по мнению многих специалистов, являют собой необходимую базу для развития венчурной индустрии. Однако этот набор требуется доработать, чтобы сделать его более эффективным.

**Во-вторых, большинство венчурных фондов, действующих в России, являются, по сути, фондами прямых инвестиций.** В традиционном понимании основным объектом венчурного финансирования должны быть технологически ориентированные компании. Однако пока фонды, вкладывающие в нашу страну свои средства в инновационные проекты, немногочисленны. Наибольшая доля вложений приходится на традиционные отрасли, рыночные перспективы которых понятны инвесторам. В целом это классическая схема распределения прямых инвестиций по отраслям: инвесторы предпочитают вкладывать в сектора «первого цикла», максимально приближенные к конечному потребителю.

**Становлению системы отечественного венчурного финансирования препятствуют факторы, в основном относящиеся к законодательному обеспечению рискованной деятельности, а также связанные со спецификой российской экономики:**

1. Незрелость инфраструктуры, обеспечивающей появление новых и развитие су-

ществующих малых и средних высокотехнологичных предприятий. Практически все действующие в России фонды предпочитают инвестировать в предприятия не на начальной стадии их развития, а на более поздних этапах. В результате не реализуется основная функция венчурных капиталистов – способствовать формированию перспективных компаний.

2. Отсутствие в российской венчурной индустрии одного из основных факторов привлекательности страны для зарубежных инвесторов отечественного частного капитала.

3. Слабое развитие фондового рынка, который считается наиболее привлекательным способом выхода венчурных фондов из проинвестированных предприятий. Напомним, что основные пути «выхода» венчурного инвестора из компании можно разделить на три группы:

- выкуп пакета акций инвестора акционерами проинвестированного им предприятия;
- выкуп пакета сторонней компанией (стратегическим инвестором, партнером);
- «выход» через IPO.

В России на данный момент наиболее распространен второй способ «выхода». Инвестору легче найти и продать свою долю «стратегическому партнеру», который уже работает на том же рынке, что и инвестируемая им компания.

4. Недостаточное количество квалифицированных менеджеров венчурных фондов и низкий уровень инвестиционной культуры предпринимателей.

5. Отсутствие правовых и налоговых стимулов. Главный акцент при создании стимулирующего налогового режима для венчурной индустрии следует делать на переносе налогового бремени с инвестируемых компаний на инвесторов. Но при этом сами фонды и инвесторы не должны становиться объектами чрезмерного налогообложения.

6. Защита интеллектуальной собственности. Здесь стоит выделить две проблемы. Первая – это менталитет российских изобретателей, не уделяющих должного внимания полноценной правовой защите и патентной обработке своего продукта. Вторая – разграничение прав собственности на продукт и его последующую коммерциализацию. Множество научных разработок было проведено либо полностью за государственный счет, либо с участием бюджетного финансирования. Результаты научной деятельности по закону закреплены за государством. Но средств на внедрение ноу-хау в производство у государства нет. Поэтому крайне важно юридически закрепить права на дальнейшую коммерциализацию изобретения за его автором либо за другим лицом.

**Основными проблемами деятельности венчурных фондов в России являются:**

- проблема «длинных» денег – дороговизна заемных средств и трудность реализации длительных (свыше семи лет) инвестиционных проектов;
- ограниченность в выборе источников инвестирования венчурных фондов, среди ко-

торых пока невозможно прямое присутствие традиционных для зарубежной экономики инвесторов, например, пенсионных и страховых фондов;

- неспособность, а часто и сознательное нежелание руководства российских компаний осуществлять аудит, внедрять современную методологию корпоративного управления и отчетности, то есть приводить свою компанию к виду, более приемлемому для потенциального инвестора;

- непрозрачность структуры собственности российских компаний;

- ситуация, при которой цели бухгалтерского учета для предоставления его результатов в государственные органы и потенциальному инвестору полярно различаются;

- текущие ограничения фондового рынка (ликвидность, высокие накладные расходы при осуществлении фондовой деятельности, трудности с выводом на торги закрытых венчурных ПИФов);

- сложности с оценкой эффективности деятельности компании, реализующей инновационные проекты, а также отсутствие четких критериев определения момента «выхода» из венчурного проекта.

Кроме того, сдерживающими развитие венчурного финансирования факторами являются недостаточная информационная поддержка, недостаточное количество квалифицированных управляющих венчурными фондами и низкий уровень инвестиционной культуры предпринимателей, не стимулирующей

щая создание венчурных фондов правовая и налоговая среда.

Практический опыт венчурного финансирования инноваций в России чрезвычайно

мал. Роль российского капитала в венчурном финансировании остается крайне ограниченной. Для повышения общей конкурентоспособности России на

мировых рынках капитала, для оперативного развития венчурного бизнеса в России принципиально важен приток в эту сферу российского капитала.

### Литература

1. Бланк С., Дорф Б. Стартап. Настольная книга основателя: Пер. с англ. - М.: Альпина Паблишер, 2013. С. 616
2. Гришин В.В. Управление инновационной деятельностью в условиях модернизации национальной экономики. М.: Дашков и КО, 2012. С. 368
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. 7-е изд. - М.: Альпина Паблишер, 2011. С. 1324
4. Леонова Т.Н. Институциональные механизмы развития венчурной инновационной деятельности. Монография. М.: Вега-Инфо, 2010
5. Мендельсон Д., Фелд Б. Привлечение инвестиций в стартап. Как договориться с инвестором об условиях финансирования: Пер. с англ. С.Филин. М.: Манн, Иванов, Фербер, 2013. С. 288
6. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А. Венчурный менеджмент. М.: Высшая школа экономики. 2011. С. 440

### ВНИМАНИЮ АВТОРОВ

## Требования к материалам аспирантов и докторантов, предоставляемым для публикации в журнале «Финансы. деньги. Инвестиции»

- |  |   |
|--|---|
| <p>1. Материалы принимаются за 4 месяца до выхода номера (например, чтобы статья вышла в октябре, необходимо сдать ее в начале июня).</p> <p>2. Название статьи должно быть в русском и английском вариантах.</p> <p>3. К материалам в обязательном порядке должны прилагаться аннотация и ключевые слова в русском и английском вариантах.</p> <p>4. Необходимы следующие реквизиты автора:</p> | <p>▶ ФИО (в русском и английском вариантах),</p> <p>▶ место учебы,</p> <p>▶ полное наименование кафедры,</p> <p>▶ место работы, должность, регион, город.</p> <p>4. Ссылки даются в квадратных скобках и выносятся в конец статьи, в раздел Библиография.</p> <p>5. Обязателен контактный телефон и электронный адрес автора.</p> <p>4. Тексты – в формате MicrosoftWord.</p> |
|--|---|

## ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

*Дадашева О.Ю., к.э.н., доц., кафедра «Банки и банковский менеджмент», Финансовый университет при Правительстве РФ*

### ПРОБЛЕМЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

В статье рассматриваются развитие инфраструктуры финансового рынка, основные подходы международных финансовых организаций к вопросам обеспечения стабильности финансовых рынков. Приводятся основные результаты внедрения Принципов инфраструктур финансового рынка в странах БРИКС и в России.

**Ключевые слова:** центральный депозитарий ценных бумаг, системы расчетов по ценным бумагам, центральный контрагент, торговый репозитарий, деривативы, инфраструктура финансового рынка.

## ФИНАНСОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

*Светлов А.А., аспирант, кафедра «Мировая экономика и международные финансовые отношения», Финансовый университет при Правительстве РФ*

### СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА КАК ФАКТОР РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Статья посвящена новым подходам к проблемам макроprudенциального регулирования и надзора. Дается критика регулирования согласно соглашению Базель II. Предлагаются пути решения существующих проблем, а именно, контрциклическое регулирование системных рисков в экономике.

**Ключевые слова:** макроprudенциальная политика, государственное регулирование, финансовая система, Базель II, контрциклическое регулирование.

## ФИНАНСОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ

*Медведева М.Б., к.э.н., проф., кафедра «МЭ и МФО», Финансовый университет при Правительстве РФ*

*Гладышев Д.А., аспирант, кафедра «МЭ и МФО», Финансовый университет при Правительстве РФ*

### ПЛАТЕЖНЫЕ СИСТЕМЫ КАК ЭЛЕМЕНТЫ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

В статье речь идет о роли и значении платежных систем в современной инфраструктуре глобального финансового рынка, а также раскрываются предпосылки интеграции платежных систем для достижения финансовой стабильности мировой экономики.

**Ключевые слова:** инфраструктура финансового рынка, новые информационные технологии, центральный депозитарий, системно значимые платежные системы, централизованный клиринг.

## ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

*Пашковская И.В., к.э.н., доц., кафедра Стратегического и банковского менеджмента, МФПУ «Синергия», г. Москва*

### РОЛЬ КОНВЕРТИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ПОДДЕРЖАНИИ ДОСТАТОЧНОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА БАНКОВ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

Статья посвящена рассмотрению структуры конвертируемых облигаций банков, эволюции их эмиссии и роли в удовлетворении

нормативных требований по достаточности собственного капитала банков.

**Ключевые слова:** конвертируемые облигации, банки, триггер, капитал 1 уровня, первичный и вторичный рынок, субординированный долг.

## ФОНДОВЫЕ ОПЕРАЦИИ

*Рубцов Б.Б., д.э.н., проф., зав. кафедрой «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг», Финансовый университет при Правительстве РФ, г. Москва;*

*ведущий научный сотрудник ИМЭМО РАН, Москва*

*Лукашенко И.В., зав. Международной финансовой лабораторией, Финансовый университет при Правительстве РФ, г. Москва*

### ОСОБЕННОСТИ ТОРГОВЛИ УГЛЕРОДНЫМИ ЕДИНИЦАМИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

В статье рассматриваются различные категории углеродных единиц, дается обзор существующих систем углеродной торговли, их инфраструктуры.

**Ключевые слова:** углеродная квота, углеродный кредит, система торговли выбросами, механизм гибкости.

## ИНВЕСТИЦИИ

*Афанасьева О.Н., к.э.н., доц., кафедра «Денежно-кредитные отношения и монетарная политика», Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва*

### ОСОБЕННОСТИ И ПРОБЛЕМЫ СТАНОВЛЕНИЯ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ

Актуальность использования венчурного финансирования переоценить трудно. В настоящее время основной причиной замедления процесса практической реализации полученных интеллектуальных продуктов является недостаток средств, направляемых на развитие инновационной деятельности. Традиционные источники финансирования, включающие бюджетные ассигнования, средства заказчиков, собственные средства промышленных предприятий, недостаточны.

Одним из решений проблемы отсутствия финансовых средств является поиск нетрадиционных источников кредитования и финансирования, например, при помощи венчурного финансирования, которое нашло применение за рубежом и пока еще не имеет широкого использования в России.

В связи с этим актуальным является анализ особенностей и проблем становления венчурного финансирования в России.

**Ключевые слова:** венчурное финансирование, венчурный капитал, фонды венчурного капитала, «бизнес-ангелы», формы венчурного финансирования, особенности венчурного финансирования, венчурные инвестиции, банковский кредит, преимущества и недостатки венчурного финансирования, иностранный капитал, фонды прямых инвестиций, законодательное обеспечение рискованной деятельности, способы «выхода» венчурного инвестора из компании, проблемы деятельности венчурных фондов, ограничения фондового рынка.



**Dadasheva Olga, PhD in finance, associate professor, Bank and Banking Management Department Financial University under the Government of the Russian Federation**

**PROBLEMS OF FINANCIAL MARKET INFRASTRUCTURE IMPROVEMENT**

The article describes Russian financial market infrastructure development and market sustainability and transparency approaches of international financial institutions. The Principles of the financial market infrastructures implementations in emerging markets and in Russia, main problems of central securities depository, central counterparty and trade repository activity are the major topics of the article.

**Keywords:** central security depository, securities settlement systems, central counterparty, trade repository, derivatives, financial market infrastructures.

**A.A. Svetlov**

**MODERN REGULATION OF THE FINANCIAL MARKET AS A FACTOR OF DEVELOPMENT OF THE WORLD ECONOMY**

This Article refers to new approaches of macroprudential regulation and supervision. It is provided the criticism of the regulation according to the agreement of Basel 2. There some ways to solve the existing problems are offered, namely counter cycling regulation of a systemic risk in the economy.

**Keywords:** macroprudential policy, financial regulation, the financial system, Basel II, contracycling regulation.

**Marina Medvedeva, professor at the Financial University under the Government of the Russian Federation**

**Gladyshev Denis, a graduate student at the Financial University under the Government of the Russian Federation**

**PAYMENT SYSTEMS AS AN ELEMENT OF FINANCIAL MARKET INFRASTRUCTURE**

The article focuses on the role and the significance of payment systems for the modern global financial market infrastructure and reveals prerequisites for the payment systems integration to ensure the global financial stability.

**Keywords:** financial market infrastructure; new information technologies; central depository institution; systemically important payment systems; central clearing.

**I.V. Pashkovskay**

**THE ROLE OF THE CONVERTIBLE BONDS IN THE MAINTENANCE OF CAPITAL ADEQUACY OF BANKS IN THE CRISIS CONDITIONS**

The article is devoted to the examination the structure of the convertible bonds of banks, the evolution of the issue and role in meeting the regulatory requirements for capital adequacy of banks.

**Keywords:** CoCo bonds, banks, trigger, Tier 1 (AT1), primary market, secondary market, subordinated debt.

**Boris Borisovich Rubtsov - Doctor of Economics, Professor, Head of Department "Financial markets and financial engineering" of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow; senior researcher, IMEMO RAS**

**Inna Vladimirovna Lukashenko - Head of the International Finance Laboratory of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow**

**CARBON TRADING FEATURES IN THE FINANCIAL MARKET**

The article discusses the different classes of carbon units, an overview of existing carbon trading systems and their infrastructures.

**Keywords:** carbon unit, carbon credit, emissions trading scheme, flexible mechanism.

**Afanasyeva Oxana Nikolaevna**

**FEATURES AND PROBLEMS OF FORMATION OF VENTURE CAPITAL FINANCING IN RUSSIA.**

The relevance of use of venture capital financing is difficult to overestimate . At present, the main reason for slowing down the process of practical implementation of the obtained knowledge products is the lack of funds allocated for the development of innovation. Traditional sources of financing, including budget appropriations , the funds of customers , own the industry is not sufficient.

One solution to the problem of lack of financial resources is the search for alternative sources of credit and finance , for example , with the help of venture capital financing , which has been used abroad and are still not widely used in Russia .

In this regard , relevant is the analysis of the characteristics and problems of formation of venture capital financing in Russia .

**Keywords:** venture capital , venture capital , venture capital funds , «business angels» , the form of venture capital financing , especially venture capital, venture capital , bank loans , the advantages and disadvantages of venture capital , foreign capital , private equity funds , legislative support risky activities, means «going out» venture investor of the company, the problem of venture capital funds , the restrictions of the stock market .

**Подписку на электронную версию наших изданий вы можете оформить на сайте Научной электронной библиотеки**

**www.elibrary.ru**



## Анатолий Аксаков: необходимы изменения

### в налоговой системе, стимулирующие экономический рост

**Для стимулирования развития промышленности необходимо внести ряд изменений в систему налогообложения, начать госпрограмму поддержки российских предприятий и увеличить объем финансирования малого бизнеса. С такими предложениями выступил на правительственном часе в Госдуме заместитель председателя комитета Госдумы по финансовому рынку, президент Ассоциации региональных банков России Анатолий Аксаков.**

Правительственный час был посвящен обсуждению докладов Министра экономического развития РФ Алексея Улюкаева и заместителя председателя Счетной палаты РФ Валерия Горегляда.

Анатолий Аксаков предложил вернуться к льготе по налогу на прибыль, которая подтолкнет многие предприятия направлять прибыль на развитие и повысить налог для тех, кто эту прибыль проедает. «Это нормальный налоговый маневр, который позволил бы простимулировать экономическое развитие», – сказал он.

Депутат призвал Министра экономического развития РФ обратить внимание на данные о льготах, которые, по информации заместителя председателя Счетной палаты РФ, составляют 5 трлн рублей, и предложил оставить только те из льгот, которые стимулируют экономическое развитие.

Анатолий Аксаков напомнил также, что в Казахстане НДС снижен, и многие наши предприятия теперь регистрируют там свой бизнес. «Давайте снизим НДС и посмотрим на его возврат, где возникает много нарушений», – предложил де-

путат. На его взгляд, это самый тяжелый налог, и его надо снижать.

Он также предложил изменить подход к транспортному налогу. В Казахстане, Белоруссии его нет, и многие регистрируют свои автомобили там, уходя от этого налога в России. «Мы сейчас способы борьбы с этим придумываем, тогда как все очень просто – давайте повысим акциз на ту сумму, которую мы взимаем со всех владельцев транспортных средств», – предложил Анатолий Аксаков. – Зачем нам иметь плохо администрируемый налог, когда этот вопрос можно очень просто решить с помощью соответствующих действий по акцизу».

Говоря о поддержке промышленности, депутат отметил, что российские производители сельскохозяйственной и другой специальной техники не могут сегодня конкурировать с иностранными компаниями, за которыми стоят мощные финансовые ресурсы – банки с длинными и дешевыми деньгами. В результате западные предприятия могут давать в лизинг свою технику на очень льготных условиях, выдавливая наши предприятия с нашего же рынка.

В связи с этим необходима государственная программа по поддержке наших конкурентоспособных предприятий, имеющих качественную и вполне конкурентную по цене продукцию, для того чтобы они могли выживать в условиях ВТО, заявил Анатолий Аксаков.

Комментируя ситуацию с поддержкой малого бизнеса, Анатолий Аксаков положительно оценил идею создания федерального гарантийного фонда, но высказал опасение по поводу того, что может не получиться системной работы этого федерального фонда с МСП Банком, который реализует аналогичную программу. «На мой взгляд, лучше было бы отдать деньги МСП Банку, который давал бы те же самые гарантии, заключив соответствующие соглашения с регионами. Тогда была бы более системная работа», – сказал он.

Анатолий Аксаков считает, что МСП Банк также мог бы сыграть ключевую роль в развитии неипотечной секьюритизации, действуя по аналогии с тем, как АИЖК работает на рынке ипотеки. «На первом этапе МСП Банк необходимо подкрепить ресурсами, чтобы он выкупал кредиты малому бизнесу, выданные по определенным стандартам. И затем он мог бы на револьверной основе работать, выдавая все больше и больше кредитов малому бизнесу», – отметил он.

Депутат также призвал отме-

нить существующие ограничения для банков, которые потенциально могли бы финансировать государственные и муниципальные программы. К примеру, капитальный ремонт в рамках

таких программ могут финансировать банки с капиталом не менее 20 млрд рублей. При этом существуют проекты с небольшим объемом работ от 1,5 млн рублей до 10 млн рублей, кото-

рые крупным банкам неинтересны. «Надо снять ограничения, тем самым мы поможем, в том числе, осуществлять капитальный ремонт», – сказал в заключение Анатолий Аксаков.



## **Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной на парламентских слушаниях в Совете Федерации 8 октября 2013 года**

Уважаемая Валентина Ивановна, уважаемые коллеги! Благодарю за приглашение на парламентские слушания. Одновременно с тем, что Правительство вносит для рассмотрения в парламенте прогноз и проект бюджета, Центральный банк вносит основные направления единой денежно-кредитной политики. И свое выступление я хотела бы посвятить обоснованию основных задач денежно-кредитной политики на 2014–2016 годы, прежде всего, задач по завершению в следующем году перехода к инфляционному таргетированию с последовательным снижением инфляции в 2014–2016 годах.

Почему мы ставим перед собой эти задачи? На наш взгляд, именно они являются лучшим ответом Центрального банка на экономические вызовы сегодняшнего дня. Поясню, почему мы так считаем. Темпы экономического роста действительно очень низкие. При этом есть множество индикаторов, экономических индикаторов, которые показывают, что замедление это связано не с циклическими причинами, а со струк-

турными причинами, то есть не с текущей конъюнктурой, ухудшением конъюнктуры, а именно связаны со структурой экономики, с ее низкой производительностью, с низкой конкурентоспособностью. На это указывают, например, индикаторы безработицы, которая остается достаточно низкой, и, значит, ускорение роста может базироваться не столько на увеличении занятости, сколько именно на производительности труда, на росте производительности труда.

Напомню, как мы видим этапы экономического развития. Мотором посткризисного развития в 2009–2010 годах было улучшение внешнеэкономической конъюнктуры. После падения во время кризиса спрос и цены на наши экспортные товары восстанавливались, и это было мотором для экономического роста.

В последний год рост как по физическому объему, так и по ценовым показателям практически стабилизировался, – даже не стабилизировался – уменьшается. Если посмотреть на данные этого года за январь

– август, у нас снижение экспорта на 1,6 процента.

Еще один индикатор, который нас беспокоит, это сальдо текущего счета. За три квартала этого года сальдо текущего счета – 29,5 миллиарда долларов, в два раза меньше чем в прошлом году. За третий квартал – 1,1 миллиарда долларов. В прошлом году за третий квартал было 5,8 миллиарда долларов.

Это означает, что экспорт в ближайшие годы вряд ли будет тем двигателем экономического роста, каким он был до кризиса (тогда экспорт рос практически двузначными цифрами) и сразу после кризиса.

На втором этапе посткризисного развития, в 2011–2012 годах, драйвером экономического роста стал внутренний потребительский спрос, который базировался на росте доходов населения и на росте потребительского кредитования. На мой взгляд, он также исчерпал свою роль как катализатор роста. Попытки стимулировать потребительский спрос ведут к росту импорта и к "надуванию пузырями" на рынке потреби-

тельского кредитования, по сути, к подпитке инфляции.

Основным фактором экономического роста нового этапа, безусловно, должны стать инвестиции. Это нам необходимо именно для повышения конкурентоспособности и производительности труда. Причем, в отличие от предкризисного периода, когда быстрый рост потребительского спроса обеспечивал быструю окупаемость, сейчас стране нужны инвестиции с относительно длинными сроками окупаемости, инвестиции, связанные с повышением производительности труда. Пока, надо сказать, эти инвестиции очень низки. Достичь таких инвестиций нелегко, нужно изменить и ожидания, и поведение экономических субъектов. И для изменения этих ожиданий нужно повысить уровень предсказуемости ситуации с тем, чтобы у нас в стране появился долгосрочный горизонт планирования. А для этого нужно снизить целый комплекс рисков и издержек, включая риски прав собственности, административные, коррупционные, инфраструктурные издержки, издержки, связанные с тарифами естественных монополий, и, безусловно (то, что касается Центрального банка), дать реальному сектору возможность получать кредиты на длинные сроки по приемлемым ставкам.

Необходимым, но недостаточным условием долгосрочной предсказуемости, которая нужна для инвестиционных проектов, является устойчиво низкая инфляция. Длинные инвестиционные проекты, безус-

ловно, для инвесторов привлекательны, когда низкая инфляция, когда есть доверие к политике Центрального банка по поддержанию инфляции. Это, безусловно, нужно и для граждан, еще раз, для бизнеса в инвестиционно ориентированной модели экономического роста. Именно на это настроена и наша политика в ближайшие годы.

Свою денежно-кредитную политику мы базируем на анализе сценариев развития экономики. Центральный банк делает и свои прогнозные оценки. Безусловно, мы смотрим на прогнозные оценки Правительства, но делаем и свои прогнозные оценки, и будем наращивать эту компетенцию, потому что, как сказала Валентина Ивановна, достоверный прогноз – это очень важное качество для обоснованности любых политических решений и любых управленческих решений.

Наш основной сценарий, надо сказать, пока чуть более пессимистичный на ближайшие три года, чем прогноз Правительства. Исходя из того, что рост должен быть инвестиционный, и учитывая те параметры, которые задаются по ценам на нефть, а я напомним, что в основном сценарии и у Правительства, и у нас предполагается снижение цен на нефть где-то на 6 долларов за баррель по отношению к этому году, – в этих условиях для того, чтобы был рост на уровне 3 процентов, нужен очень серьезный рост инвестиций, которые базируются на структурных изменениях. И у нас, конечно, есть сомнения по поводу того, что так

быстро мы получим этот эффект. Он будет разнесен во времени и, скорее всего, появится уже в 2015–2016 годах. Тем не менее, свои решения по денежно-кредитной политике мы будем основывать на тщательном анализе формирующихся тенденций как экономического роста, так и занятости, инфляции и других индикаторов, которые характеризуют ситуацию.

Следующий год для нас ключевой, 2014 год. Мы предполагаем завершить переход к инфляционному таргетированию. И хотела бы подчеркнуть, что это не просто политика, которая декларирует снижение инфляции (мы всегда в последние годы декларировали снижение инфляции), но это определенный институциональный механизм, который, на наш взгляд, позволит повысить доверие населения, предприятий к политике Центрального банка, снизить инфляционные ожидания (они у нас пока достаточно высокие и формируют этот инфляционный фон) и тем самым сделать тенденцию снижения инфляции более устойчивой.

Принимая это решение, вернее, подтверждая его, потому что оно было принято еще в 2011 году, мы анализировали и последствия возможных альтернативных политик, в частности, звучавшие предложения по активному стимулированию экономического роста, мерам денежно-кредитной политики, смягчению денежно-кредитной политики, скажем так, опережающему смягчению денежно-кредитной политики. На наш взгляд, если пойти по

такому пути, то реального эффекта на рост практически не будет, а возникает серьезный риск всплеска инфляции, ведь, несмотря на то, что экономика замедляется, восстановить падающий спрос на продукцию основных отраслей совсем не так легко. Где мы сейчас видим серьезное снижение спроса? Прежде всего, у экспортеров, в той же черной, цветной металлургии, в угольной промышленности. Очевидно, что стимулирование внутреннего спроса, прежде всего текущего потребительского спроса, чего можно достичь мерами монетарного стимулирования, вряд ли поможет в такой ситуации, мало что даст сразу для роста спроса в соответствующих секторах, а значит, весь наш монетарный стимул может просто уйти в рост цен и в инфляцию, спровоцирует новый виток роста тарифов естественных монополий и тарифов на ЖКХ. Кстати, социологические опросы уже не первый год показывают, что именно тарифы на ЖКХ и инфляция являются главными проблемами для нашего населения. Поэтому снижение этих параметров позволяет не только создать условия для устойчивого и сбалансированного роста, но и поддержать социальную стабильность.

Снижение инфляции позволит и на долгосрочной основе снижать процентные ставки по кредитам в экономике. Кстати, я хотела бы коротко остановиться на том, какой реальный уровень процентных ставок держит ЦБ по своим инструментам. Многие считают, что

этот уровень до сих пор определяется ставкой рефинансирования, которая составляет 8,25 процента. Это не так. Более того, мы недавно приняли решение вообще прекратить какие-либо операции по этой ставке рефинансирования. Сейчас она играет сугубо справочную роль. Основные операции проводятся по ключевой ставке, которая составляет 5,5 процента, то есть ниже годовой инфляции. И мы приняли решение, что в 2016 году приравняем ставку рефинансирования справочную к ключевой ставке.

Быстро мы это сделать не можем. Почему? Потому что к ставке рефинансирования привязаны штрафы, субсидии, многие другие платежи в экономике. И мы хотим дать возможность Правительству, другим экономическим агентам приспособиться к этой новой политике Центрального банка, и поэтому сравниваем ставки не сейчас, а через два года, для того чтобы эти решения были приняты. Тем не менее, я прошу обращать внимание в основном на ключевую ставку.

И еще один момент. Ставки Центрального банка – это лишь один из множества факторов, который влияет на конечную стоимость кредита для заемщиков в экономике. Ставки ЦБ и конечные ставки различаются как минимум вдвое.

На мой взгляд, здесь три основных фактора. Первый – в конечные ставки входит так называемая премия за риск, которую банки вкладывают в процентные ставки, и вызвана она низким уровнем защиты прав кре-

диторов, непрозрачностью заемщиков, административными издержками. И снижение этих рисков, уровень которых больше, чем во многих других странах, требует серьезной законодательной работы. И мы уже инициировали рассмотрение целого ряда вопросов, в том числе, например, по таким вопросам, как залоговое право.

Мы также занимаемся инвентаризацией наших регулятивных документов с тем, чтобы снизить избыточную административную нагрузку на банки. И, безусловно, банкам так же, как и всем субъектам экономической деятельности, предприятиям, нужно заниматься снижением собственных издержек.

Второй фактор, который влияет на уровень ставок, – это недостаточный уровень конкуренции на различных сегментах банковских услуг. И третий – это несбалансированная структура кредитных портфелей, увлеченность банков в последние годы сегментом потребительского кредитования, особенно беззалогового кредитования, дающего достаточно высокий уровень отдачи, рентабельности. И надо сказать, что темп роста потребительского кредитования был в три раза выше, чем кредитования предприятий. Вот такая перекошенность кредитных портфелей, конечно, тоже влияет на процентные ставки. Мы сейчас предпринимаем меры для того, чтобы этот рынок постепенно охлаждать.

Далее я хотела бы более подробно остановиться на том, какие последствия инфляционное таргетирование несет для

политики Центрального банка, экономики, а также на некоторых ключевых параметрах нашей политики.

В качестве показателя инфляции мы предлагаем взять индекс потребительских цен. Другие центральные банки иногда используют показатель базовой инфляции, которая очищена от волатильных компонентов – таких, как цены на продовольствие, административно регулируемые тарифы на услуги естественных монополий. И, конечно, на индекс потребительских цен в целом Центральный банк влияет меньше, но мы считаем, что этот показатель, индекс базовой инфляции, не очень понятен и населению, и экономическим субъектам, поэтому предлагаем использовать индекс потребительских цен.

В качестве конкретных целевых показателей предлагаем следующие: 5 процентов – на 2014 год, 4,5 процента – на 2015 год и 4 процента – на 2016 год. Это достаточно амбициозные, но, на наш взгляд, достижимые цели. При расчете этих ориентиров мы используем всем известную информацию, в том числе о планах Правительства по индексации тарифов естественных монополий, прогнозов продовольственных цен. Но понятно, что жизнь богаче прогнозов, и поэтому реальное значение этих факторов может на практике отличаться от того, что мы ожидали при установлении таких параметров.

В связи с этим мы приняли решение: устанавливая точечную цель по инфляции, установить интервал допустимых зна-

чений инфляции плюс-минус 1,5 процентных пункта. Если инфляция под воздействием непредвиденных факторов отклоняется от этой точечной цели, но попадает в этот интервал, то мы не будем менять свою денежно-кредитную политику. Если же выходит за эти пределы, то, соответственно, возможно изменение денежно-кредитной политики.

На наш взгляд, это позволит избежать нам чрезмерного ужесточения денежно-кредитной политики в ответ на пусть сильные, но временно действующие факторы, такие, как мы наблюдали в прошлые годы, например, связанные с засухой, с плохим урожаем. Вот чтобы специально не ужесточать денежно-кредитную политику, реагируя на всплеск определенного рода цен, мы предлагаем такой интервал установить.

Следующий важный момент – политика обменного курса. Уже сейчас валютный курс в России является плавающим. Мы используем интервенции только для сглаживания колебаний, планируем начать интервенции на открытом рынке для пополнения Резервного фонда и ФНБ по решению Министерства финансов, но при переходе к инфляционному таргетированию планируем отказаться от интервенций именно в целях поддержания валютного курса.

Дело в том, что в денежно-кредитной и валютной политике так же, наверное, как и в жизни, нельзя одними инструментами достигать сразу нескольких целей, гоняться за двумя зайцами. И в условиях высокой волатиль-

ности внешних факторов жизнь нам здесь преподносит разные сюрпризы. Сейчас это, например, проблемы с утверждением бюджета, потолка долга в США. Все ждали выхода США из нестандартной денежной политики. В этих условиях невозможно одновременно сдерживать волатильность и процентных ставок, и валютных курсов. И какой-то из этих факторов должен взять на себя удар принятия внешней волатильности.

Долгие годы у нас был опыт таргетирования валютного курса. И мы знаем, к каким последствиям это приводило часто – к шоковым изменениям нашей финансовой политики. И, когда мы удерживали курс, насколько волатильными были процентные ставки. Процентные ставки тогда взлетали очень высоко.

Сейчас, на наш взгляд, очень важно с точки зрения денежно-кредитной политики обеспечить стабильность процентных ставок, потому что стабильность процентных ставок – это то, что важно для всех субъектов экономической деятельности.

Еще коротко буквально скажу о том, что мы упорядочиваем наши инструменты процентной политики с тем, чтобы достичь эффекта от принятия наших решений на конечные ставки. Я уже говорила, что между тем, какие мы решения принимаем по нашим ставкам, и тем, по каким ставкам выдаются кредиты в экономике, существует целый вот такой передаточный механизм. И нам нужно повысить его эффективность. С этой целью мы приняли реше-

ние упростить наши инструменты, сделать их более понятными для рынка. И основным инструментом предоставления ликвидности банкам – это наши еженедельные операции РЕПО на аукционной основе.

Кроме того, мы совершенствуем такие инструменты предоставления ликвидности, изучаем практику других центральных банков, которые создают инструменты, стимулирующие рост определенных видов кредитования, обсуждаем возможность создания собственного такого инструмента. И здесь для нас приоритет – это кредиты малому и среднему бизнесу, и здесь с Правительством мы продвинулись в том, чтобы

обсудить этот механизм, и мы могли бы рефинансировать, по сути дела, инструменты, в основе которых лежат кредиты малому и среднему бизнесу.

И второй такой инструмент, над которым мы сейчас работаем, – это рефинансирование под инвестиционные проекты, можно так назвать, рефинансирование для инвестиций. Работа пока только на начальном этапе, но считаем, что такой инструмент мы могли бы запустить и развивать.

Прогнозируем, что при реализации основного сценария нашего прогноза рост кредитования будет примерно на 15 процентов в год. Надо сказать, что эти темпы роста опережают

темпы роста ВВП и, если сравнивать со многими другими странами, выше, чем темпы роста кредитования и в европейских странах, и в Соединенных Штатах.

Сейчас для нас главное – создать долгосрочные условия, долгосрочную макроэкономическую стабильность, для того чтобы обеспечить переход нашей экономики на инвестиционно ориентированную модель роста.

Спасибо большое за ваше внимание.

*Департамент внешних и общественных связей Банка России (<http://www.cbr.ru>)*

## Россия и БРИКС – в числе лидеров по росту инвестиций

**Согласно исследованию Международной организации кредиторов (WOC) «Наиболее инвестиционно привлекательные страны и крупнейшие страны-инвесторы», завершеному к середине октября 2013 г., прогнозируется, в отличие от многих стран, рост притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Россию в 2013–2015 годах. Одновременно растет экспорт инвестиций из РФ и других стран БРИКС.**

По оценкам WOC и Конференции ООН по торговле и развитию (UNCTAD), если в 2012-м приток ПИИ составил в РФ около 1,4 млрд долл., то за 2013 год прирост оценивается примерно в 1,5 млрд. А в 2014–2015 годах этот показатель достигнет, соответственно, 1,6 и почти 1,8 млрд долл.

Прирост, хотя и минимальный, но устойчивый, если сравнивать реальные (в 2010–2012 гг.), а в целом – весьма низкие темпы роста ПИИ во многих развитых (особенно в западно-

европейских) странах в последние 5–7 лет. Причем рост поступлений ПИИ прогнозируется во все страны группы БРИКС.

Что касается рейтинга стран, наиболее привлекательных для прямых иностранных инвестиций, то, по данным WOC, Россия находится отнюдь не на низком месте – на 8-м, уступая, в частности, США, Китаю и Бразилии. При этом доля этих инвестиций в национальном ВВП России – свыше 2,5%. Этот показатель, во-первых, – на уровне Великобритании и Швеции. А

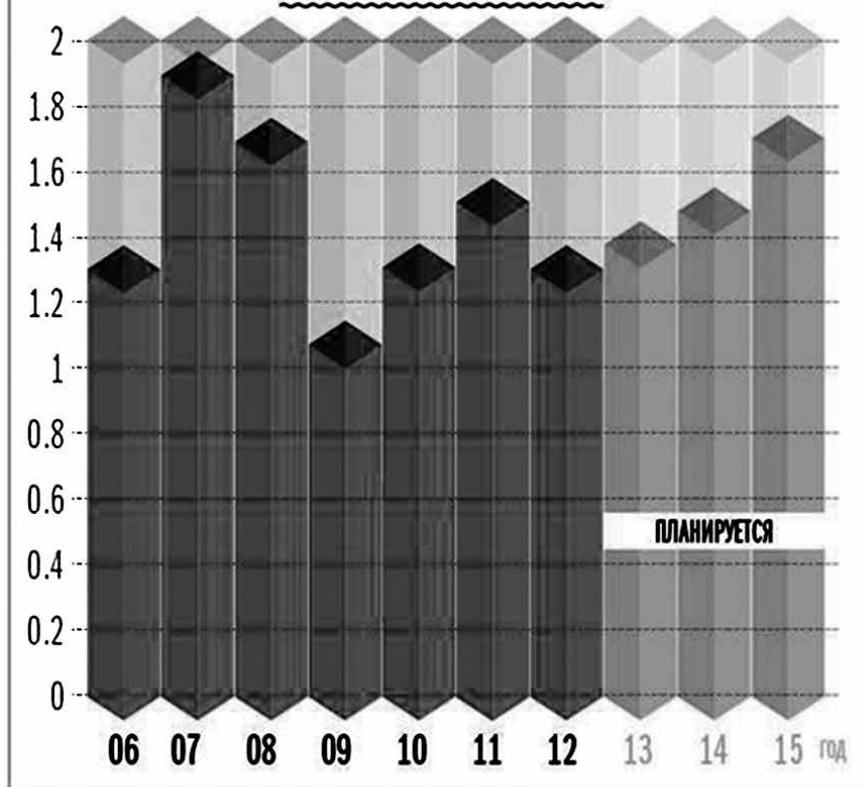
во-вторых – он не намного ниже, чем, например, в Бразилии (2,66%), и выше, чем в США и КНР (соответственно, 1,07 и 1,52%).

По ПИИ в расчете на душу населения, Россия, с показателем в 362,3 долл., опережает, в частности, Китай (89,4 долл.), Бразилию (329,1), Индонезию (81,2) и особенно Индию (лишь 20,9 долл. на душу населения).

Как пояснил президент WOC Роберт Абдуллин, не только индустриальные, «но и многие развивающиеся страны столкнулись со снижением внешних прямых инвестиций. Причем основной «удар» в этой сфере пришелся на азиатские страны, а также, например, на Бразилию». Относительно инвестиционной ситуации в развитых

## ПРИТОК ПИИ В РФ

МЛРД ДОЛЛАРОВ США



Источник: WOC по данным UNCTAD. Данные за 2013–2015 гг. прогнозные

странах, аналитик WOC Оксана Чайка уточняет, что инвесторы из развитых стран на фоне продолжающегося кризиса еврозоны неохотно вкладывают свои средства в большинство европейских государств. Скажем, по итогам 2012 г. объем вложений из развитых стран упал на 274 млрд долл., причем основное снижение пришлось на Бельгию, США и Нидерланды. Из 38 развитых стран инвестиции упали в 22-ух.

Параллельно растет экспорт прямых инвестиций из всех стран БРИКС. По данным Международной организации кредиторов, эта группа «из стран – крупных получателей инвестиций в последние годы стала и группой крупных инвесторов. За последние 12 лет объем инвестиций из этих пяти стран вырос до 145 млрд долл. и составляет ныне до 10% общемирового инвестиционного потока. Против 1% в 2000 году».

Подробнее см. <http://woc-org.com/news-view-2594.html>

Продолжается подписка на ежемесячный научно-практический журнал

### «БАНКОВСКИЕ УСЛУГИ»

Издаётся с 1995 года

ПОДПИСКУ МОЖНО ОФОРМИТЬ:

► В редакции с любого месяца по заявке в произвольной форме по факсу, телефону, электронной почте;

► На почте: каталог «Роспечать» – подписной индекс 39369

► Через агентства:

» Урал-Пресс (495)789-86-36/37

» ООО «Интер-Почта-2003» (495) 500-00-60

» Агентство «Артос-ГАЛ» (495) 981-03-24

В рубриках:

самые обсуждаемые и актуальные вопросы финансовой политики:

- теория: деньги, кредит, банки
- банковский маркетинг и менеджмент
- финансовая и банковская аналитика
- прикладные исследования в области банковских услуг и технологий
- зарубежный опыт банковской деятельности
- очерки истории денег и денежного обращения
- высокий профессионализм авторского коллектива
- сбалансированный и объективный тон публикаций.

Журнал включен в Российский индекс цитирования. С июля 2007 года журнал включен в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК.